



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

RESIDUAL EARNINGS MODEL E VALUTAZIONE DI OPERAZIONI
DI MERGER & ACQUISITION: IL CASO DISNEY

RELATORE:

CH.MO PROF. Antonio Parbonetti

LAUREANDO/A: Francesco Lauriola

MATRICOLA N. 1090391

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

INDICE:

Introduzione	5
CAPITOLO 1: Il Residual Earnings Model	7
1. Il Price-to-Book Ratio.....	7
1.1 Non Investire solo per i Guadagni	7
2. Analisi del Modello di Valutazione	8
2.1 Valutare un Progetto	8
2.2 Valutare un Conto di Risparmio	9
3. Un Modello per fissare il Valore al Book Value.....	11
3.1 I Residual Earnings Drivers e la Creazione del Valore.....	12
4. L'Applicazione del Modello all'Equity	14
4.1 Modello Di Valutazione Con RE = 0 Nel Lungo Periodo	15
4.2 Continuing Value e l'Orizzonte Previsionale con Re Costante nel L.P.....	16
4.3 Modello di Valutazione con Re Crescente nel Lungo Periodo:	17
5. Analisi, Valutazione ed Applicazione del Modello	18
5.1 Diffidare dal Pagamento Elevato per la Crescita.....	18
5.2 Convertire le Previsioni di Analisi in Valutazioni.....	18
5.3 Costruisci il tuo Processo di Valutazione.....	19
5.4 Applicare il Modello a Progetto Pluriennale	20
5.5 Applicare il Modello a Strategie	20
6. Caratteristiche della RE valuation	21
6.1 I Book Value catturano Valore, il R.E Valore Aggiunto dal Book Value	21
6.2 Protezione da pagamenti troppo elevati per guadagni generati da Investimento	22
6.3 Protezione dal pagare troppo per guadagni creati dalla contabilità	23
6.4 La cattura del non valore sul bilancio patrimoniale	24
7. Vantaggi e Svantaggi del RE model.....	24
CAPITOLO 2: Modifica del “RE model” e previsioni del Rend. Fin.	25
1. Modello di Valutazione e Investimenti Attivi.....	25
1.1 Comuni idee sbagliate sulla Valutazione	25
1.2 Critica ai Modelli di Valutazione.....	26

1.3 La Speculazione nel mercato dei prezzi ed il GDP	26
1.4 Il Prezzo di un'Azione	28
1.5 Costruire il nostro Strumento di Investimento Attivo.....	32
2. Modifica del residual earnings model: il Residual Operating Income	32
3. Previsione delle informazioni complete e Pro Forma Analisi	34
CAPITOLO 3: Il Caso Disney	37
1. Brand e Storia Del Successo Disney	37
2. Il Modello Di Valutazione ed il Caso Disney-Lucasfilm	40
Conclusioni.....	45
Bibliografia.....	46

INTRODUZIONE:

Le imprese di solito commerciano le proprie azioni ad un prezzo che differisce dal book value. Il motivo è molto semplice: in primo luogo, non possiamo contabilizzare tutte le voci dell'impresa stessa, poiché per loro stessa natura non sono ricercabili all'interno del bilancio patrimoniale o in qualsiasi altro tipo di report; in secondo luogo, sfruttando le asimmetrie informative, un'impresa può sfruttare le proprie informazioni sopravvalutando i propri asset o le previsioni future per un aumento dei propri investimenti o del valore delle azioni.

Capiamo come un investitore abbia bisogno di determinati strumenti per valutare attentamente le condizioni di una impresa attraverso un'analisi della stessa; strumenti utili per tale analisi sono i "Modelli di Valutazione". I modelli di valutazione ci forniscono delle informazioni utili per analizzare con metodo le caratteristiche delle imprese, dandoci la possibilità di arrivare ad un risultato utilizzando un criterio.

All'interno della prima parte del mio lavoro tratterò il "Residual Earnings Model", un modello di valutazione costruito dal Prof. Stephen H. Penman che ci permette di calcolare ed analizzare il valore intrinseco ed il premio attraverso un'analisi strategica dell'impresa, mettendoci a disposizione un modo per scoprire come il valore viene creato. Il Residual Earnings Model protegge l'investitore dal pagamento eccessivo per i guadagni che un'impresa fa ma che non porta valore aggiunto alla stessa; parte dall'analisi del Price-to-Book ratio ed ancora l'analisi sui book value, valori reali che possiamo facilmente trovare all'interno del bilancio patrimoniale di una qualunque impresa.

Nella seconda parte del lavoro andrò innanzitutto a riformulare il modello del Residual Earnings, adoperando il suo modello "inverso" per una più attenta e curata analisi fondamentale: attribuiremo a ciascuna operazione imprenditoriale (ad esempio la valutazione di un titolo) il suo giusto valore sulla base di criteri economici legati alle caratteristiche e all'attività dell'impresa. Partendo da questa riformulazione del modello, andremo a evolvere il modello in un altro più pratico ed evoluto: introdurremo il Residual Earning Income e lo utilizzeremo all'interno di una "pro-forma" analisi completa per la previsione dei rendiconti futuri di un'impresa. Da qui ci soffermeremo prevalentemente sulle operazioni di Merger&Acquisition, che saranno meglio analizzate nella terza parte del lavoro.

Infatti nell'ultima parte del lavoro andrò ad utilizzare i modelli e le analisi dei capitoli precedenti nelle operazioni di M&A di Disney: dopo la crisi avvenuta all'inizio del nuovo millennio, il colosso hollywoodiano ha avviato una nuova gestione economico-finanziaria nell'ultimo ventennio, ed ha allargato il proprio impero attraverso importanti operazioni di acquisizione come la Pixar nel 2006, la Marvel nel 2009, la Lucas Film nel 2012 e, nel

dicembre del 2017, l'acquisizione di Fox per 52.6 miliardi di dollari, per creare un conglomerato cinematografico in grado di competere in vari ambiti settoriali. Attraverso il lavoro da me fatto analizzerò l'acquisizione della Lucasfilm tramite i rendiconti analizzati e i modelli di valutazione dei due capitoli precedenti, definendo quali effetti abbia portato tale acquisizione.

CAPITOLO 1: IL RESIDUAL EARNINGS MODEL

1. IL PRICE TO BOOK RATIO:

Il “price to book ratio” è il rapporto tra la capitalizzazione di mercato di un’impresa (numero di azioni per prezzo di una singola azione) e il suo patrimonio netto contabile. Tale indicatore viene utilizzato per la valutazione di un’impresa, cioè se e quanto un’impresa sia sottovalutata o sopravvalutata dal mercato. Può essere calcolato anche a livello di singola azione, come rapporto tra il prezzo di mercato dell’azione e il valore di bilancio del patrimonio netto per azione. Se è maggiore di 1, significa che il mercato attribuisce all’impresa un valore maggiore rispetto al suo valore contabile.

$$\frac{P}{B} \text{ ratio} = \frac{\text{capitalizzazione di mercato}}{\text{book value totali}} = \frac{\text{prezzo per azione}}{\text{book value per azione}}$$

Il Book Value, il valore contabile, rappresenta gli investimenti degli azionisti in una compagnia. Il book value corrisponde anche alla differenza tra le attività, gli asset, e i debiti della società: tale differenza è anche definita come attività nette. Il book value, però, non si occupa della misurazione dell’investimento degli azionisti: il book value non è il valore “di mercato” della società, che viene invece rappresentato dal prezzo delle sue azioni; il rapporto tra il prezzo di un titolo e il valore contabile per azione (price/book value) rappresenta uno degli indicatori utilizzati per decidere la convenienza di una azione.

Il valore dell’investimento degli azionisti è basato su come tale investimento si aspetta guadagni nel futuro. Il valore intrinseco del P/B ratio è determinato dall’aspettativa di ritorno sul book value: il concetto si adatta alla nostra idea che gli azionisti comprino guadagno. Il prezzo, nel numeratore del P/B ratio, è basato sui guadagni previsti futuri che l’investitore sta comprando. Così, più alto sarà il guadagno futuro sul book value, più elevato sarà P/B ratio. Il tasso di ritorno sul book value, la “profittabilità”, è la misura che caratterizza fortemente la determinazione del P/B ratio.

Ci soffermeremo su un modello di valutazione che ci serve ad implementare questo concetto sul P/B ratio. Nella valutazione del P/B ratio, dobbiamo agire cautamente perché c’è il rischio di pagare troppo per il guadagno.

1.1 NON INVESTIRE SOLO PER I GUADAGNI:

Gli investimenti aggiungono valore se e solo se il loro “ritorno previsto” da essi è maggiore del “ritorno richiesto”. Le imprese possono investire molto – in una serie di acquisizioni, per esempio – ma tale investimento, mentre produce più guadagno, aggiunge valore solo se fornisce guadagni sopra il tasso di ritorno richiesto per l’investimento: da ciò risulta che il P/B

ratio prezzo il ritorno previsto sul book value, ma un ritorno che eguaglia il ritorno richiesto del book value.

Dobbiamo porre l'attenzione riguardo ad un investimento che non generi valore aggiunto. Con l'applicazione del modello, potremmo vedere che il P/B ratio dovrebbe incrementare solo se il guadagno degli investimenti fornisce un ritorno maggiore del ritorno richiesto sul book value: saremo dunque in grado di capire se il mercato soprappaga o sottopaga per i guadagni di una impresa.

2. ANALISI DEL MODELLO DI VALUTAZIONE:

L'analisi fondamentale viene applicata per stabilire il prezzo corretto di un titolo in riferimento alle caratteristiche economico-finanziarie intrinseche della società/impresa.

L'analisi fondamentale fissa la propria valutazione sul rendiconto finanziario, utilizzando come ancora il book value. Secondo Penman, all'interno del suo libro "*Financial Statement Analysis*", l'analisi deve essere fissata su due elementi: sul valore trovato nel bilancio patrimoniale, il book value, e sul valore non riconosciuto, cioè il premio sul book value:

$$\text{VALORE} = \text{BOOK VALUE} + \text{PREMIO}$$

Facciamo un'analisi del modello attraverso la visione di questo su un progetto e su un conto di risparmio.

2.1 VALUTARE UN PROGETTO:

Supponi che un'impresa investe X\$ in un progetto che si aspetta generare ricavi per X+Y\$ un anno dopo. Un'operazione di questo genere potrebbe essere l'acquisto di un inventario e la vendita di quest'ultimo nell'anno successivo. Dopo aver sottratto il costo dell'inventario dai ricavi, il guadagno sarà la differenza (Y), fornendo un tasso di ritorno previsto pari a y% dell'investimento. Avendo a disposizione un tasso di ritorno richiesto lo andremo a rapportare al tasso di ritorno previsto.

Per fare ciò definiamo il "residual earning", lo strumento principale che adopereremo per la nostra analisi. Il RE è uno strumento di valutazione che cattura il valore aggiunto sul book value. La formula è la seguente:

$$\text{Residual Earning}_t = \text{Guadagni}_t - (\text{Ritorno Richiesto} * \text{Investimento}_{t-1})$$

Se, per esempio, avessimo un costo dell'investimento pari a 100\$, un ritorno previsto pari a 120\$, i guadagni previsti sarebbero uguali alla differenza tra i due numeri, quindi 20\$. Il tasso di ritorno previsto dunque sarà $20/100 = 20\%$. Qualora il tasso di ritorno richiesto sia (ad esempio) del 10% andremo ad applicare la formula del RE model nel seguente modo:

$$RE_t = 20 - (0.10 * 100) = 10\$$$

Da ciò concludiamo che il RE è il guadagno in eccesso sui guadagni richiesti. Il RE è qualche volta definito come Abnormal Earnings o Excess Profit. Dalla costruzione del RE costruiremo il modello chiamato “Residual Earnings Model” che misura il valore aggiunto attraverso la previsione del residual earnings:

$$\text{Valore Aggiunto} = \text{Book Value} + \text{Valore Presente del Residual earnings previsto}$$

Adoperando tale modello nel nostro esempio avremmo che:

$$\text{Valore Aggiunto di un progetto} = \text{Investimento} + \frac{\text{Residual Earnings}}{1 + \text{Ritorno Richiesto}}$$

$$\text{Value} = 100\$ + \frac{10\$}{1.10} = 109.09 \$$$

Nel nostro caso risulta che il progetto vale più del suo costo storico nel book value perché si prevede generi un RE positivo; abbiamo quindi valore aggiunto, un premio sopra i book value.

Il valore ottenuto attraverso il RE model per un progetto a termine ha lo stesso risultato del metodo del Discounted Cash Flow.

$$\text{Value (DCF)} = \frac{120\$}{1.10} = 109.09\$$$

2.2 VALUTARE UN CONTO DI RISPARMIO:

Il valore di un conto di risparmio viene dato dal suo book value – il bilancio sul conto della banca – perché è l’ammontare che dovremmo togliere dal conto per incassare. Il book value è il valore della liquidazione. Ma è anche il valore attuale del conto.

Penman, all’interno di “*What Matters in Company Valuation: Earnings, Residual Earnings, Dividends? Theory and Evidence*” (p.17-18), ci offre l’esempio di una previsione di book value, guadagni, dividendi (ritirati), e Free Cash Flow negli anni 2013-2017, per un investimento in un libretto di risparmio alla fine dell’anno 2012 di 100\$. Andiamo ad analizzare due scenari, il primo prevede che vengano ritirati i dividendi dal conto di risparmio, il secondo no. Il tasso richiesto per l’investimento è del 5%, che corrisponde al costo opportunità riferito al tasso disponibile da un’altra banca.

Nel primo scenario avremmo che, applicando la formula del RE, questo sarà uguale ad:

$$RE = 5 - 0.05 * 100 = 0\$$$

Nel secondo caso, dato che non abbiamo il ritiro dei dividendi dal conto, sia i guadagni che il book value cresceranno perché i guadagni saranno reinvestiti come investimento. Ma applicando la formula del RE andiamo a notare che in tutti gli anni non si genererà RE:

$$RE_{2014} = 5.25 - 0.05 * 105 = 0\$$$

Questo perché il ritorno richiesto è uguale al ritorno previsto. Possiamo inoltre notare come, con il ritiro dei dividendi, si generino FCF nello scenario 1 mentre nello scenario 2 non li abbiamo.

	ANNO DI PREVISIONE					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
scenario 1: guadagni ritirati ogni anno (pagamento completo)						
GUADAGNI		5	5	5	5	5
DIVIDENDI		5	5	5	5	5
BOOK VALUE	100	100	100	100	100	100
RESIDUAL EARNINGS		0	0	0	0	0
FREE CASH FLOW		5	5	5	5	5
scenario 2: nessun ritiro						
GUADAGNI		5	5,25	5,51	5,79	6,08
DIVIDENDI		0	0	0	0	0
BOOK VALUE	100	105	110,25	115,76	121,55	127,63
RESIDUAL EARNINGS		0	0	0	0	0
FREE CASH FLOW		0	0	0	0	0

TABELLA 1: Fonte: S.H. Penman “*What Matters in Company Valuation: Earnings, Residual Earnings, Dividends Theory and Evidence*” p.18.

Da questo esempio possiamo ricavare le seguenti considerazioni:

1. Un asset vale un premio o uno sconto del suo book value solo se il book value prevediamo un RE diverso da zero.
2. La tecnica del RE riconosce che la crescita dei guadagni non fa aumentare il valore se la crescita viene dagli investimenti guadagnando solamente il ritorno richiesto: infatti nello scenario 2 abbiamo una crescita di guadagno, ma la crescita viene dal guadagno reinvestito nel book value per guadagnare ad un tasso di ritorno del 5%. Dopo aver guadagnato per il ritorno richiesto sull’investimento, non c’è aggiunta di residual earnings, anche se c’è una crescita dei guadagni. Di conseguenza, il valore dell’asset è lo stesso per il caso senza crescita di guadagni.
3. La valutazione di un asset può essere fatta anche se non c’è il pagamento o distribuzione dei dividendi; i due scenari hanno differenti dividendi previsti, ma lo stesso valore: la valutazione si basa sui book value ed i guadagni non toccando il payout.

4. La valutazione non ha relazione con i Free Cash Flow. I due scenari hanno differenti FCF ma lo stesso valore. Anche se il conto per lo scenario 2 non può essere valutato dalle previsioni di FCF possiamo utilizzare il suo book value.

3. UN MODELLO PER FISSARE IL VALORE AL BOOK VALUE

Gli esempi analizzati al punto precedente ci mostrano come fare la valutazione, partendo dal book value e sommandolo al valore extra fornito dalle previsioni future del RE. Segue che il principio di ancoraggio prevede che qualora un asset guadagnerà un ritorno sul suo book value uguale al suo ritorno richiesto, allora varrà il suo book value. In maniera simile, qualora si preveda che un asset guadagni un ritorno previsto sul book value più alto del suo ritorno richiesto (RE positivo), deve valere più del suo book value: in questo caso abbiamo valore aggiunto.

Inseriamo nella nostra analisi il concetto del “going concern”, che si realizza quando l’impresa è in grado di continuare la propria esistenza operativa per un futuro prevedibile, quindi riuscendo a garantire la continuità aziendale stessa. Il modello di valutazione che cattura il valore extra del capitale di una “continuità aziendale” è

$$\text{Valore del Capitale Comune} = V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_E} + \frac{RE_n}{\rho_E} + \dots$$

Dove RE è il residual earnings dell’equity:

$$RE = \text{guadagni globali} - (\text{Ritorno richiesto} * \text{Book Value di inizio periodo})$$

$$RE_t = Earn_t - (\rho_e - 1) * B_{t-1}$$

B_0 è il book value corrente dell’equity sul bilancio patrimoniale, mentre il residual earnings per ciascun periodo nel futuro è il guadagno globale a disposizione al common equity nel periodo meno l’onere contro il guadagno per il book value del capitale comune all’inizio del periodo, B_{t-1} guadagnando al ritorno richiesto, $\rho_e - 1$, anche chiamato “equity cost of capital”. Per il momento, utilizziamo il ritorno richiesto come il ritorno fornito da un “beta technology” come il Capital Asset Pricing Model (CAPM) o come un personale tasso limite per investire in equity.

Il modello di valutazione di Penman sarà così caratterizzato:

1. Il valore dell’equity sarà la somma del valore presente dei RE previsti e del valore corrente del book value sul bilancio patrimoniale.
2. I RE previsti sono scontati ad 1 più il costo del capitale proprio, ρ_e .

3. Il premio intrinseco sopra il book value è il valore delle entrate residuali previste, $V_0^e - B_0$. Questo premio è il valore mancante nel bilancio patrimoniale. L'intrinseco P/B ratio è V_0^e / B_0 . Da ciò, se ci aspettiamo che una impresa realizzi un ritorno previsto superiore al ritorno richiesto (un RE positivo), il suo equity avrà un valore maggiore rispetto al suo book value e dovrebbe essere scambiato ad un premio. Più alto il guadagno relativo al book value, più alto sarà il premio.

Come già visto in precedenza, il RE Model produce lo stesso valore che noi vorremmo prendere dai dividendi previsti su un orizzonte previsionale infinito. Tale considerazione ci rende sicuri nella valutazione del modello, perché il valore delle azioni è basato sui dividendi che le azioni prevedono di pagare. Il RE model utilizza i guadagni ed i book value al posto dei dividendi. Quindi il modello funziona a prescindere dall'emissione dei dividendi. In più rispetto al metodo "Dividend Discount", possiamo utilizzare un orizzonte previsionale più breve. L'esempio del conto di risparmio rende questo abbondantemente chiaro.

3.1 I RESIDUAL EARNINGS DRIVERS E LA CREAZIONE DEL VALORE

Il RE è il ritorno del capitale comune. noi possiamo definire il RE al tempo t come:

$$\text{Residual Earnings} = (\text{ROCE} - \text{Ritorno Richiesto}) * \text{Book Value}$$

$$\text{Earn}_t - (\rho_e - 1) * B_{t-1} = [(\text{ROCE}_t - (\rho_e - 1))] * B_{t-1}$$

Da questa riformulazione del RE ricaviamo due elementi fondamentali del modello:

1. Il primo è il ROCE, il Return on Common Equity, cioè il guadagno globale relativo al book value e agli asset netti all'inizio del periodo. Questo può essere calcolato in tre differenti modi:

$$\text{ROCE}_t = \frac{\text{Guadagno Globale}_t}{\text{Book Value}_{t-1}} = \frac{\text{Guadagno Globale}_t}{\frac{1}{2} * (B_1 + B_0)} = \frac{\text{EPS}_T}{\text{BPS}_{T-1}}$$

Dove l'EPS si basa sulle entrate globali e il BPS è il book value "of common equity" diviso dalle azioni in sospeso. I tre tipi di calcolo danno differenti risposte ma le differenze di solito sono lievi. Non è consigliabile utilizzare l'ammontare per azioni perché l'emissione ed il riacquisto di azioni ha effetti differenti sul l'EPS ed il BPS. Quindi il RE confronta il ROCE al ritorno richiesto, $\rho_e - 1$, e esprime la differenza come un importo in dollari moltiplicandola con il book value di inizio periodo. Prevedendo che l'impresa guadagnerà un ROCE uguale al suo costo capitale, il prezzo intrinseco sarà uguale al book value. Se noi ipotizzassimo che il ROCE sarà più alto del costo di capitale, l'equity dovrebbe vendere ad un premio. Viceversa, l'equity dovrebbe vendere a sconto.

2. Il secondo elemento è l'ammontare di book value dell'investimento in equity (asset meno debito), già visto precedentemente.

Questi due elementi sono chiamati “residual earnings drivers”. L'incremento del ROCE sopra il costo del capitale permette di incrementare il loro valore sopra il book value. Per un ROCE dato (più alto del costo di capitale), una impresa creerà maggior valore attraverso più investimenti, guadagnando a tale ROCE. Per determinare il premio o lo sconto a cui una azione dovrebbe essere venduta utilizziamo questi due driver.

Il RE model può essere un'efficiente strumento per l'analisi strategica: come vediamo nella figura della pagina precedente, il RE è guidato dal ROCE e dai book value dell'investimento. La valutazione coinvolge le previsioni sui ROCE futuri e la crescita dei book value sugli asset netti, scontando il RE prodotto al valore presente, e aggiungendo i book value correnti.

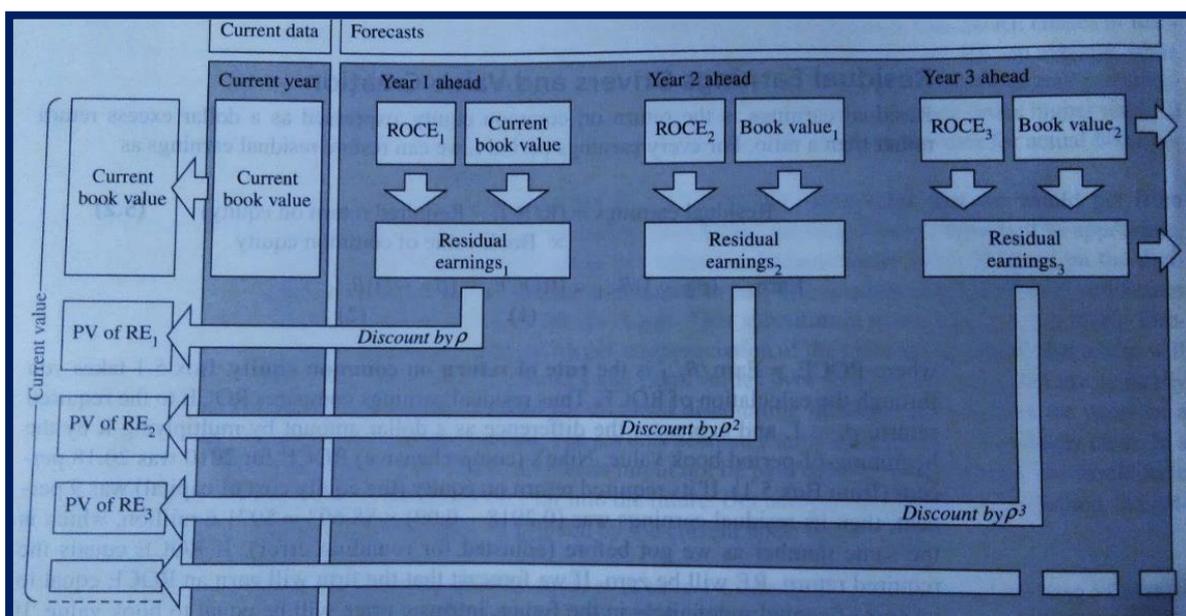


IMMAGINE 1: Fonte: S.H. Penman “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, McGraw-Hill, 2013

Ultima caratteristica importante del ROCE è che ha una relazione con il P/B. Quando le imprese hanno P/B vicini a 1.0 e guadagnano un ROCE approssimativamente uguale al tasso di ritorno avranno il residual earnings approssimativamente uguale a 0, in rapporto ad un P/B ratio di 1.0 (definito anche “normal P/B”). Qualora il rapporto P/B sia più elevato, il ROCE sarà più alto e ci saranno crescite nel book value: di conseguenza avremmo un RE maggiore di 0. Discorso simile può essere fatto quando il rapporto P/B sia minore di 1.

4. L'APPLICAZIONE DEL MODELLO ALL'EQUITY:

Partendo dalle nozioni viste precedentemente, creiamo un primo modello di continuità aziendale di lungo periodo. Per una previsione sopra i T periodi abbiamo:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e^2} + \dots + \frac{RE_t}{\rho_e^t} + \frac{V_T^E - B_T}{\rho_e^t}$$

Dove “Vt-Bt” è la previsione del premio intrinseco all’orizzonte previsto.

All’interno del bilancio patrimoniale corrente troviamo i book value; i “forecasting residual earnings” e il premio d’orizzonte dobbiamo invece trovarli. Noi abbiamo bisogno di scegliere un orizzonte previsionale. Per determinare il premio dobbiamo calcolare il premio previsto nel futuro. Il calcolo di questo premio è il problema della determinazione del Continuing Value. Il CV è il valore RE oltre l’orizzonte preso in analisi. Il CV è calcolato sempre alla fine del periodo sulla base di una previsione del periodo futuro:

$$CV_t = \frac{RE_{t+1}}{\rho_e - g}$$

Il CV è scontato al valore presente scontato al tasso di sconto all’anno T, ρ_e^t . Il seguente calcolo da lo stesso valore:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e * (\rho_e - g)}$$
$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e^2} + \frac{RE_2}{\rho_e^2 * (\rho_e - g)}$$

Il primo calcolo ci dà il CV alla fine dell’anno 1 basato sui RE per la crescita nell’anno 2 al tasso g. Il secondo invece il CV alla fine del secondo anno basato sui RE per l’anno 3, g nell’anno 3.

Gli step da seguire per applicare una RE valuation sono:

1. Identificare il book value nel più recente bilancio patrimoniale
2. Prevedere i guadagni ed i dividendi sull’orizzonte previsionale
3. Prevedere i futuri book value dal book value corrente e le tue previsioni di guadagno e i dividendi (BV = BV iniziale + Guadagni – Dividendi)
4. Calcolare i RE futuri dalle previsioni di guadagno e book value
5. Scontare i RE al valore presente
6. Calcolare il Continuing Value (CV)
7. Sconta il CV al valore presente
8. Addiziona i book value (1), il RE scontato al valore presente (5) ed il CV al valore presente.

4.1 MODELLO DI VALUTAZIONE CON RE = 0 NEL LUNGO PERIODO

Partendo dal procedimento del paragrafo precedente costruiamo un modello di valutazione partendo da un esempio pratico di un'impresa. All'interno del "Financial Statement Analysis and Security Valuation" di Penman vengono riportati 3 possibili casi del modello di valutazione in base al Continuing Value. Il primo caso (CV=0) viene riportato nella TAB. 2: le prime due linee danno il guadagno base della firm per azione (EPS) e i dividendi per azione tra il 2000 ed il 2003. Ipotizziamo che i dividendi siano dati. Possiamo ricavare il BPS previsto dall'addizione tra il BPS del periodo precedente con l'EPS previsto, sottraendo il risultato con DPS previsti. Così la previsione del BPS alla fine del 2001, per esempio, è 4.76, come risulta nella tabella (0.8-0.24+4.2=4.76).

Il prossimo step è la valutazione dell'impresa nel '99. Dovremmo prendere il valore presente del RE previsto (i fattori di sconto sono 1.09 elevato alla t) e sommarli:

$$RE_{2000} = \frac{0.408}{1.09}$$

Dopo aver fatto la sommatoria di tutti questi RE, bisogna aggiungerli al book value del '99 di 3.58 dollari per azione. Questo ci dà una valutazione dei 4.53\$ per azione. Il premio calcolato è la somma dei RE nei vari periodi, quindi è 4.53-3.58=0.95.

CASO 1

	Forecast Year				
	1999	2000	2001	2002	2003
EPS		0,73	0,8	0,71	0,47
DPS		0,11	0,24	0,25	0,27
BPS	3,58	4,2	4,76	5,22	5,42
ROCE		20,40%	19,00%	14,90%	9,00%
RE (9% charge)		0,408	0,422	0,282	0
Discount Rate (1.09 ^t)		1,09	1,188	1,295	1,412
Present Value of RE		0,374	0,355	0,217	0
Total Present Value of RE to '03	0,95				
Value per Share	4,53				
<i>How the Forecasts are developed (for '01)</i>					
Forecasting Book Value per Share (BPS)			Forecasting RE		
Beginning BPS (a)	4,2	Forecasted ROCE (b/a)		19,05%	
Forecasted EPS (b)	0,8	Cost of equity capital		-9,00%	
Forecasted DPS	-0,24	Excess ROCE (c.)		10,05%	
Ending BPS	4,76	RE (a*c)		0,422	
		oppure			
		RE = 0,80-(0,09*4,20)		0,422	

TABELLA 2: Fonte (anche per tabelle successive): S.H. Penman "Financial Statement Analysis and Security Valuation", McGraw-Hill, 2013

La nostra valutazione risulta essere corretta se e solo se prevediamo che dal 2003 i RE previsti siano uguali a 0. I RE diminuiscono di anno in anno verso 0. Sebbene i book value

umentano, i ROCE drivers diminuiscono, e nel 2003 è 9%, uguale al costo del capitale. Sembra come se gli RE dal 2003 in poi diventino uguali a 0. Se fosse così il nostro modello di valutazione deve essere scritto in questo modo:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e^2} + \frac{RE_3}{\rho_e^3}$$

Il premio d'orizzonte manca nel calcolo poiché i RE previsti dopo il 2003 sono previsti pari a 0. Di conseguenza anche il premio sarà 0. Infatti ci aspettiamo che $V_t - B_t = 0$. Questo è un caso tipico nel mercato finanziario: un'impresa infatti guadagnerà un certo RE positivo per periodo in cui avrà un vantaggio competitivo sulle altre contendere (ROCE più grande del costo capitale), ma la concorrenza di mercato porterà nel corso del tempo a diminuire il ROCE verso il costo capitale, azzerando i RE.

4.2 CONTINUING VALUE E L'ORIZZONTE PREVISIONALE CON RE COSTANTE NEL LUNGO PERIODO:

Adesso prendiamo in analisi di un altro caso possibile. Il caso due espone gli stessi 5 anni come prima, con EPS, DPS e BPS dati. Calcoliamo gli RE ed il ROCE previsti. Il tasso di ritorno è del 10%.

I RE crescono negli anni e la loro sommatoria risulta essere 3.27 per azione; sommando tale valore al book value abbiamo un valore complessivo di 7.59\$ per azione. A questo però dobbiamo aggiungere il valore extra generato poiché i RE nel corso degli anni non tendono a 0, ma risultano essere positivi. È vero che c'è una diminuzione del valore di ROCE, ma tale diminuzione è compensata dalla crescita in book value.

I valori dei RE risultano essere abbastanza costanti, dunque prendiamo in ipotesi il fatto che i RE dopo il 2004 siano pari a 0.882: avremmo una sequenza di RE perpetua. Calcoliamo il CV, l'ammontare capitalizzato della "perpetuity": $\frac{0.882}{0.10} = 8.82$, valore dal 2004 in poi. Così possiamo replicare il modello:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e^2} + \dots + \frac{RE_t}{\rho_e^t} + \frac{RE_{t+1}/(\rho_e - 1)}{\rho_e^t}$$

Dove, nel caso 2, T sono 5 anni successivi. Così la valutazione del '99 sarà

$$4.32 + 3.27 + \frac{8.82}{1.6105} = 13.09$$

Il premio calcolato è $13.07 - 4.32 = 8.75$. Il RE previsto dal 2005 in poi fornisce il CV alla fine del 2004 e questo è il premio previsto nel 2004:

$$V_5^e - B_5 = 8.82.$$

CASO 2

	Forecast Year					
	1999	2000	2001	2002	2003	2004
EPS		1,20	1,38	1,42	1,50	1,60
DPS		0,57	0,66	0,73	0,77	0,82
BPS	4,32	5,04	5,76	6,45	7,18	7,96
ROCE		29,9%	27,4%	24,0%	23,3%	22,3%
RE (10% charge)		0,858	0,876	0,844	0,855	0,882
Discount Rate (1.10 ^t)		1,100	1,21	1,331	1,464	1,611
Present Value of RE		0,780	0,724	0,634	0,584	0,548
Total Present Value of RE to '04	3,27					
Continuing Value (CV)						8,82
Present Value of CV	5,48					
Value per Share	13,07					
The Continuing Value:						
CV = 0,882/0,10 = 8,82						
Present Value of CV:						
8,82/1,6105 = 5,48						

TABELLA 3

Dato che non c'è crescita nel periodo successivo a quello visionato, chiameremo questo modello di valutazione di non crescita.

4.3 MODELLO DI VALUTAZIONE CON RE CRESCENTE NEL LUNGO PERIODO:

Il caso 3 è una valutazione di crescita, tra il 2006 e 2011, con RE crescenti nel tempo, con i book value che compensano la diminuzione del valore del ROCE nel corso degli anni. Con gli RE crescenti, inseriremo nella formula il tasso di crescita g:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho_e} + \frac{RE_2}{\rho_e^2} + \dots + \frac{RE_t}{\rho_e^t} + \frac{RE_{t+1}/(\rho_e - g)}{\rho_e^t}$$

Il tasso di crescita del RE di Nike nel 2011 è 2.108/2.017, circa 4.5% (g=1.045). Se il tasso è costante, il RE previsto per il 2012 dovrebbe essere 2.108*1.045=2.203. così il CV è di 48.95, e il suo valore presente alla fine del 2006 è di 31.81. il valore alla fine del 2006 è

$$V_{2006}^e = 14 + 7.37 + 31.81 = 53.18$$

	Forecast Year					
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EPS		2,96	3,80	3,07	3,93	4,28
DPS		71,00	0,88	0,98	1,06	1,2
BPS	14,00	16,25	1917	21,26	24,13	27,21
ROCE		21,1%	23,4%	16,0%	18,5%	17,7%
RE (9% charge)		1,700	2,338	1,345	20,17	2,108
Discount Rate (1.09 ^t)		1,900	1,188	1,295	1,412	1,539
Present Value of RE		1,560	1,968	1,039	1,429	1,37
Total Present Value of RE to '04	7,37					
Continuing Value (CV)						48,95
Present Value of CV	31,81					
Value per Share	53,18					
The Continuing Value:						
CV = 2,108*1,045/(1,09-1,045)=48,95						
Present Value of CV:						
48,95/1,539=31,81						

CASO 3

5. ANALISI, VALUTAZIONE E APPLICAZIONE DEL MODELLO

5.1 DIFFIDARE DAL PAGAMENTO ELEVATO PER LA CRESCITA

Le previsioni riguardo la crescita dopo l'orizzonte previsto forniscono informazioni sul lungo periodo, ma tale procedimento è incauto, così come è incauto assumere un tasso di crescita. Si deve infatti trovare le informazioni per analizzare il tasso di crescita.

Secondo Penman, si deve porre attenzione al pagamento elevato per una crescita dei guadagni; infatti la crescita è un rischio per gli investitori, che possono ipotizzare che tali guadagni portino ad un incremento del valore della impresa: infatti il mercato tende a sovraccaricare le previsioni valore delle azioni dovute alla crescita delle imprese, con il rischio di generare bolle finanziarie. Il RE ci fornisce una buona misura del continuing value. Di contro, la nostra valutazione nel caso 2 di GE cattura una considerevole parte di valore nei book value ed una previsione a breve termine sulle quali noi dovremmo essere fiduciosi.

5.2 CONVERTIRE LE PREVISIONI DI ANALISI IN VALUTAZIONI

Gli analisti solitamente prevedono guadagni per uno o due anni dopo, che sono piuttosto attendibili, e poi prevedono tassi di crescita di medio termine per gli anni successivi, di solito dai 3 ai 5, che sono poco più che congetture. Ora da tali previsioni dobbiamo creare una valutazione.

TABLE 5.2	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
EPS	3,93	4,29	4,78	5,31	5,89	6,54
DPS	1,06	1,16	1,29	1,43	1,59	1,77
BPS	20,15	23,28	26,77	30,65	34,59	39,72
ROCE		21,3%	20,5%	19,8%	19,2%	18,7%
RE (9% charge)		2,477	2,685	2,901	3,132	3,395
Discount Rate (1,09) ^t		1,09	1,188	1,295	1,412	1,539
Present Value of RE		2,272	2,26	2,24	2,218	2,206
Total PV to 2015	11,2					
Continuing Value						70,62
Present Value of CV	45,89					
Value per Share	77,24					
The continuing value based on the GDP growth rate:						
$CV = (3,395 * 1,04) / (1,09 - 1,04) = 70,62$						

TABELLA 5

Prendiamo una previsione di analisi, fatta negli anni fiscali dal '11 al '15. Una previsione consensuale (consensus forecast) è una media di previsioni fatta da analisti coprendo le azioni. Le previsioni del '11 e del '12 sono stime puntuali, mentre le altre sono previsioni di medio periodo con un tasso di crescita dell'11%.

Di solito si assume che il payout ratio corrente (DPS/EPS) viene mantenuto nel futuro. Nike paga 1.06 dividendi per azione nel 2010 in EPS di 3.93 dollari, così il suo payout ratio è del 27%. Se i RE dopo il 2015 cresceranno a un tasso uguale al tipico tasso di crescita in Gross Domestic Product (GDP) del 4%, stabiliremo un CV di 77.24 dollari per azione. Le azioni di Nike saranno scambiate a 74\$. Nike così è prezzata.

In questa valutazione di Nike, abbiamo usato il tasso di crescita storico GDP medio del 4% come tasso di crescita del lungo periodo. Con questo calcolo valutiamo il valore di 77.24\$ vicino al prezzo di 74\$: dato che la previsione dell'analista è ragionevole, il mercato prezza Nike sulla base del GDP. Nel lungo periodo, ci aspettiamo che i RE per tutte le firm che siano in crescita al tasso GDP. Sebbene il GDP lavora bene in media, è probabilmente inappropriato per tutte le firm. Mentre dovremmo aspettarci una crescita da parte di tutte le firm al tasso GDP, molte non sono in grado di sostenere gli alti tassi di crescita per un considerevole periodo di tempo.

5.3 COSTRUISCI IL TUO PROCESSO DI VALUTAZIONE

I meccanismi della valutazione dei casi 1,2 e 3 e delle modalità di valutazione del punto precedente possono fungere da base per il modello di valutazione da noi studiato. Nella costruzione del nostro foglio di lavoro dovremmo mettere i seguenti input:

1. Il Book Value corrente
2. Guadagni e Dividendi previsti su un orizzonte previsionale dato
3. Tasso di ritorno richiesto
4. Tasso di crescita di lungo periodo per il calcolo del CV

Successivamente calcoliamo le previsioni dei futuri book value, residual earnings, il CV ed il valore presente delle previsioni. Da questi dati calcoliamo facilmente il valore dell'impresa. In base agli input che inseriamo all'interno del nostro foglio di lavoro potrebbero cambiare i risultati del modello di valutazione.

Noi solitamente utilizziamo il GDP come tasso di crescita di lungo periodo, ma come detto in precedenza noi non possiamo essere sicuri della sua veridicità nel lungo periodo: se il GDP si

discosta anche leggermente dal tasso futuro che verrà applicato, potrebbero cambiare i risultati del modello di valutazione

5.4 APPLICARE IL MODELLO A PROGETTO PLURIENNALE

Il metodo del RE può essere usato per valutare progetti pluriennali dentro la firm. Per il progetto, come mostrato nella tabella seguente, utilizzeremo il metodo della contabilità per competenza (accrual accounting). I ricavi sono presi dai cash flow ma il deprezzamento è calcolato utilizzando il “straight line method” (metodo della linea retta) con i costi diluiti meno il valore di recupero stimato sopra i 5 anni. Il book value del progetto di ogni anno è il costo originale meno la svalutazione accumulata, questi saranno presi dai ricavi. Tale book value segue l’equazione dei flussi e delle azioni, in maniera simile all’equity:

$$Book\ value_t = Book\ value_{t+1} + Income_t - Cash\ Flow_t$$

Così il book value all’anno 1 è $1200+214-430=984$, in maniera simile gli anni successivi. Alla fine i book value si azzereranno come gli asset del progetto venduto per il valore di recupero stimato. In questo modo abbiamo applicato il modello standard della contabilità per competenza.

Il valore del progetto è il suo book value più il valore presente del reddito residuo previsto calcolato dalle previsioni del reddito netto e dei book value.

TABLE 5.3	Forecast Year					
	0	1	2	3	4	5
Ricavi		430	460	460	380	250
Deprezzamento		216	216	216	216	216
Entrate progetto		214	244	244	164	34
Book value	1200	984	768	552	336	0
Book rate of ritorn		17,8%	24,8%	31,8%	29,0%	10,1%
Residual Project Income (0,12)		70	126	125	98	-6
Tasso di Sconto (1,12) ^t		1,12	1,254	1,405	1,574	1,762
Present Value of RE		62,5	100,5	108,2	62,3	-3,4
Total PV of RE	330					
Valore del Progetto	1530					
Valore Aggiunto	330					

5.5 APPLICARE IL MODELLO A STRATEGIE

La strategia coinvolge una serie di investimenti in corso. Con l’aiuto della tabella nella pagina seguente viene valutata una strategia che richiede un investimento di 1200 milioni di dollari nello stesso progetto come prima ma in ciascun anno indefinitamente. I ricavi sono quelli di progetti sovrapposti esistenti in un dato anno. Il deprezzamento è lo stesso come prima (216),

così il deprezzamento totale è 216 per il numero di progetti iniziati. Ma nell'anno 5 ci sono 5 progetti operativi ciascun anno con costante flusso di 1980 in ricavi e 1080 in deprezzamento. Il book value a tutti i punti è l'accumulato investimento netto meno l'accumulato deprezzamento. Vedendo i calcoli la strategia aggiunge 3076 di valore all'iniziale investimento di 1200 se il ritorno richiesto è al 12%, e questo valore aggiunto è il valore presente del reddito residuale previsto dal progetto. Possiamo paragonare questo metodo al metodo dei DCF come riportato in tabella. I prodotti commercializzati da società di consulenza sono modelli simili RE model. Alla guida alla strategia di analisi, loro focalizzano la loro attenzione sui due drivers delle entrate residuali e del valore aggiunto: il ritorno dell'investimento e la crescita in investimento. Loro direzionano il management a massimizzare il ritorno dell'investimento e la crescita degli investimenti che guadagnano un tasso di ritorno più alto del ritorno richiesto.

TABLE 5.4, strategy evaluation	Forecast Year						
	0	1	2	3	4	5	6
Approccio Residual Earnings							
Ricavi		430	890	1350	1730	1980	1980
Deprezzamento		216	432	648	864	1080	1080
Entrate Strategiche		214	458	702	866	900	900
Book value	1200	218	2952	3504	3840	3840	3840
Book rate of ritorn		17,8%	21,0%	23,8%	24,7%	23,4%	23,4%
Residual Strategy Income (0,12)		70	195,9	347,8	445,5	439,2	439,2
Present Value of RE		62,5	156,2	247,5	283	249,3	249,3
Total PV of RE	999						
Continuing Value (439,2/0,12)						3660	
PV of CV	2077						
Valore della Strategia	4276		Val. Agg.	3076			
Approccio Discounted Cash Flow							
Cash Inflow		430	890	1350	1730	1980	1980
Investimento	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200	-1200
Free Cash Flow	-1200	-770	-310	150	530	900	900
PV of FCF		-687,5	-247,2	106,8	336,7	510,7	...
Continuing Value (900/0,12)	20						
PV of CV						7500	
Valore della Strategia	4276		Val. Agg.	3076			

6. CARATTERISTICHE DELLA RE VALUATION

6.1 I BOOK VALUE CATTURANO VALORE, IL R.E VALORE AGGIUNTO DAL BOOK VALUE

Il RE method impiega le proprietà dell'accrual accounting che porta avanti il riconoscimento del valore in tempo. Più valore è riconosciuto prima all'interno di un intervallo previsto, e meno valore è riconosciuto in un CV che noi utilizzeremmo con più incertezza.

La valutazione col RE riconosce il valore nel book value corrente sul bilancio patrimoniale, per iniziare, e tale riconoscimento è più veloce del metodo FCF: come già visto in casi precedenti i FCF possono essere in un dato periodo negativi, mentre il RE genera valore positivo; la RE valuation onora le regole fondamentali dando meno peso alla speculazione, in particolar modo riguardo al CV.

6.2 PROTEZIONE DA PAGAMENTI TROPPO ELEVATI PER GUADAGNI GENERATI DA INVESTIMENTO:

Il mercato delle azioni è spesso animato dalle crescite dei guadagni, e ricompensa la crescita dei guadagni con un prezzo più alto. Con previsioni di crescita delle firm gli analisti e gli investitori impulsivi tendono a far alzare ulteriormente il prezzo delle imprese, sopravvalutando anticipatamente il valore in aumento delle azioni.

Secondo Penman *“Firms deliver earnings growth that does not add value in two ways. First, earnings can grow simply because of new investment, but investment does not necessarily add value.”* (*What Matters in Company Valuation: Earnings, Residual Earnings, Dividends? - Theory and Evidence, p.19*) la crescita dei guadagni non implica necessariamente un aumento del valore: ad esempio una impresa che cresce i guadagni drammaticamente attraverso acquisizioni.

Un'acquisizione, ad esempio, può essere fatta tramite emissioni di azioni; se il mercato è efficiente il pagamento dei dividendi ed il recupero/emissione di azioni non crea valore se il mercato delle azioni è efficiente. Questo non influenza il RE poiché tale operazioni hanno lo stesso effetto sia sui book value che sui guadagni, in maniera opposta, rendendo inefficacie tali operazioni sul RE model.

Il mercato spesso vede le firm acquisitive come crescite delle firm e da loro un elevato rapporto P/E. Ma, se un acquirente paga il Fair value per un'acquisizione, non può portare valore aggiunto all'investimento: anche se l'acquisizione aggiunge diversi guadagni, l'investimento guadagna appena il ritorno richiesto. O peggio, se un investitore soprappagasse per un'acquisizione lui distruggerebbe valore mentre aggiunge crescite dei guadagni. Molte acquisizioni vengono fatte per motivi strategici, mentre altre sembravano essere crescite per il mero interesse di crescita. I casi più frequenti di questo fenomeno sono:

- Crescita tramite acquisizioni per creare un grande conglomerato di più imprese, che fa aumentare a breve il valore delle azioni, ma nel lungo periodo il valore di mercato evapora facendo crollare il prezzo delle azioni.

- Operazioni espansionistiche aggressive che prevedono un ingente indebitamento per tali acquisizioni, portando nel medio lungo periodo, con il graduale abbassamento del valore delle azioni, a difficoltà nel pagamento del debito.

Il RE model ci protegge dall'esagerato pagamento della crescita dei guadagni: il valore è dato solo se gli investimenti guadagno sopra il "required return". Nell'esempio sotto riportato abbiamo un pagamento di un dividendo da \$9.36 milioni e un'emissione di azioni nell'anno 1 per \$50 milioni, dando un dividendo netto nell'anno 1 di -40.64 milioni. Il Book Value alla fine dell'anno 1 è così \$153 milioni. L'investimento, guadagnato ad un tasso del 10%, si prevede contribuirà a \$5 milioni nell'anno 2, e guadagni per l'anno 3 e 5 in crescendo. Ora calcoliamo il valore con il RE model:

$$V_0^e = \$100 + \frac{\$2.36}{1.10 - 1.03} = \$133.71$$

l'investimento produce più guadagno, non fa valore aggiunto.

	Forecast Year					
	0	1	2	3	4	5
Earnings	12	12,36	17,73	18,61	19,56	20,57
Net Dividend	9,09	-40,64	9,64	9,93	10,23	10,53
Book Value	100	153	161,09	169,77	179,1	189,14
RE (10% charge)		2,36	2,43	2,5	2,58	2,66
RE growth rate			3%	3%	3%	3%

6.3 PROTEZIONE DAL PAGARE TROPPO PER GUADAGNI CREATI DALLA CONTABILITA'

Qualora si preveda che nel breve periodo l'impresa avrà bassi guadagni può decidere, tramite l'utilizzo dell'Accrual Accounting, di variare le previsioni sui guadagni futuri. Ma i guadagni creati dalla contabilità non generano valore aggiunto.

Una possibilità potrebbe essere quella di annotare l'inventario come costo futuro di beni venduti: noi possiamo generare guadagni futuri dalla riduzione del book value corrente.

Fornito, noi portiamo il più basso book value nella nostra valutazione con i più alti guadagni futuri: così siamo protetti; i più alti guadagni compensano i book value più bassi.

L'annotazione dell'inventario è giusto uno dei modi per variare le entrate future. Altri includono l'annotazione ed impairment (indebolimento) del patrimonio (che riduce i futuri ammortamenti), ristrutturazione degli oneri di tutti i business, e differimento del riconoscimento delle entrate.

6.4 LA CATTURA DEL NON VALORE SUL BILANCIO PATRIMONIALE

La valutazione tramite l'utilizzo del RE model corregge il valore che i valori contabili non includono nel bilancio patrimoniale. La misurazione degli asset e dei debiti, tipicamente, merita un book value che differisce dal valore, di solito più basso. La valutazione RE risolve il problema del bilancio patrimoniale imperfetto, aggiungendo il premio della previsione dei guadagni che i book value produrranno. La valutazione RE viene applicato per tutti i metodi contabili per il bilancio. Un metodo basato sui numeri contabili può essere sospetto. Per tali ragioni molti sostengono l'analisi DCF, perché i cash flow sono reali e non possono essere affetti da metodi contabili. Per superare tale problema dovremmo avere una valutazione con il RE aggiustato per la contabilità.

7. VANTAGGI E SVANTAGGI DEL RESIDUAL EARNINGS MODEL:

7.1 VANTAGGI:

1. Focus sul valore dei drivers: si focalizza sulla profittabilità dell'investimento in asset netti e crescita di asset netti, che guida il valore; strategia diretta pensando a questi valori.
2. Scorporazione del rendiconto finanziario in maniera appropriata: scorpora il valore già riconosciuto del bilancio patrimoniale (il book value); aggiunge il valore del bilancio patrimoniale, prevedendo le entrate, che di solito è una migliore misura del valore aggiunto rispetto al rendiconto dei cash flow.
3. Uso dell'Accrual Accounting: usa le proprietà dell'AA che riconosce il valore aggiunto prima dei flussi di cassa, sommando il valore aggiunto a quello dato, e trattando l'investimento come un asset piuttosto che una perdita di valore.
4. Orizzonte previsionale: l'orizzonte previsionale può essere più corto rispetto al DCF e più valore è riconosciuto nell'immediato futuro.
5. Versatilità: può essere usato con una larga varietà di principi contabili.
6. Si allinea alle previsioni delle persone: l'analisi prevede guadagni (da che le previsioni dei RE possono essere calcolate)
7. Protezione: protezione dal pagare troppo la crescita.
8. Riduce le speculazioni: la valutazione si basa meno su l'incertezza del calcolo del CV e sulla speculazione circa la crescita di lungo periodo

7.2 SVANTAGGI:

1. Complessità contabile: richiede di capire come lavora l'accrual accounting
2. Sospetto della contabilità: si basa sulla contabilità dei numeri, che può essere sospetta

CAPITOLO 2: MODIFICA DEL “RE MODEL” E PREVISIONI DEL RENDICONTO FINANZIARIO

1. MODELLO DI VALUTAZIONE E INVESTIMENTI ATTIVI

Una gestione attiva mira a ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato, mediante la scelta di particolari azioni e applicando particolari strategie di investimento. Per investitori attivi il prezzo è quello che tu paghi, il valore è ciò che prendi: infatti il principale rischio negli investimenti è pagare troppo o vendere a troppo poco.

1.1 COMUNI IDEE SBAGLIATE SULLA VALUTAZIONE

Il problema principale nell'utilizzo dei modelli di valutazione è che nella realtà non conosciamo i vari input del modello, o perlomeno non abbiamo certezza della loro veridicità.

Il RE model con previsione a due anni sarà:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho} + \frac{RE_2}{\rho(\rho - g)}$$

Anche se il modello di valutazione apparentemente produce un numero per valore come output del processo di valutazione, non possiamo essere sicuri che quello sia vero valore intrinseco: questo è un punto dell'analisi molto importante, perché il modello ci dice di inserire in numeri sul lato destro per avere un valore intrinseco (V) sul lato sinistro. Secondo i padri della “Fundamental Analysis” Graham and Dodd:

“The investor is concerned with the intrinsic value of security and more particularly with the discovery of the discrepancies between intrinsic value and price. We must recognize, however, that intrinsic value is an elusive concept”

B. Graham e D. Dodd, “Security Analysis”, p.17

Il modello di valutazione non consegna un valore intrinseco certo perché i loro input sono incerti. Il problema di fondo è che mentre abbiamo certezza delle previsioni stimate, tale certezza non risulta esserci per il ritorno richiesto, p , e il tasso di crescita di lungo periodo, g .

- Una valutazione standard pretende che noi conosciamo il ritorno richiesto perché è fornito da un asset pricing model come il CAPM: ma il modello è molto incerto nella previsione dei suoi dati, come ad esempio il premio per il rischio di mercato. Qualora inserissimo all'interno del modello di valutazione un tasso sbagliato, il modello risulterebbe molto sensibile all'errore, quindi il risultato sarebbe dannoso per la nostra analisi.

- In maniera simile al tasso richiesto, anche il tasso di crescita di lungo periodo è incerto: certamente possiamo scegliere un tasso di crescita, è anche giustificarlo spiegando la diligenza utilizzata, ma questo dato avrà sempre una forte probabilità di difetto. Secondo Graham infatti:

“The combination of precise formulas with highly imprecise assumptions can be used to establish, or rather justify, practically any value one wishes, however high, for a really outstanding issue”

B. Graham, “The Intelligent Investor”, p.316

Il modello di valutazione dovrebbe essere utilizzato per capire come un investitore pensa diversamente da altri investitori sul mercato. La domanda corretta per chiedere di un modello non è se il valore è corretto ma è piuttosto se il modello può aiutare l'investitore a capire la percezione degli altri investitori inseriti nel prezzo di mercato. L'investitore deve dunque capire come si muove il mercato attraverso l'utilizzo del modello di valutazione accettando o rigettando la previsione che il mercato fa.

1.2 CRITICA AI MODELLI DI VALUTAZIONE

Il primo punto dietro la critica agli approcci di valutazione è di non costruire speculazione circa il ritorno richiesto o un tasso di crescita in una valutazione. Non sappiamo questi numeri quindi non mischiamoli con i dati certi del modello di valutazione.

Il secondo punto ci dice di fissare la valutazione su ciò che sappiamo: dobbiamo pensare al valore come se fosse diviso in due elementi:

Valore = Valore basato su ciò che noi conosciamo + Valore da speculazione

Il terzo punto ci dice che la speculazione riguarda la crescita. Ci sono elementi all'interno del modello di valutazione che generano valore per l'impresa. Qualora questi valori siano incerti (come ad esempio gli elementi all'interno del Continuing Value) la nostra valutazione sulla crescita risulta essere affetta da speculazione.

1.3 LA SPECULAZIONE NEL MERCATO DEI PREZZI ED IL GDP

Partendo dalle informazioni riguardo al modello di valutazione avute finora, noi dobbiamo capire che non dobbiamo collegare numeri per il p ed il g e pretendere un valore intrinseco, ma dobbiamo ribaltare il modello di valutazione; dobbiamo fare una “reverse engineering”: piuttosto che inserire input in una formula di valutazione per trovare V, impostiamo V uguale

a P e ci chiediamo che input spiegano il corretto prezzo di mercato. Introduciamo ora il modello di valutazione del RE finora usato:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho - g} = 100 + \frac{2.36}{1.10 - 1.03} = 133.71$$

Il book value è 100 e il RE futuro è il guadagno futuro di 12.36 meno un onere contro il book value al 10% ($12.36 - 0.1 * 100 = 2.36$). Prima di tutto impostiamo la crescita per il RE al 3% per avere un valore di 133.71, poi eguagliamo il prezzo con il valore:

$$P_0 = 133.71 = 100 + \frac{2.36}{1.10 - g}$$

Dalla seguente formula ricaviamo il tasso g a 1,03. Ad un aumento del prezzo corrisponde un aumento di g: dato il book value corrente ed una previsione di guadagni dell'anno seguente, il mercato prevede un tasso di crescita di lungo periodo del X% per il RE, definito come tasso di crescita implicito del RE di mercato.

Piuttosto che trovare un tasso di crescita, noi dobbiamo capire come funziona il tasso di crescita del mercato. Partendo dai guadagni previsti ed i book value non dobbiamo addizionarli a elementi speculativi, ma dobbiamo utilizzarli per scoprire le previsioni di mercato. Se abbiamo il tasso di crescita con la formula inversa, come fatto per il tasso g, troviamo il ritorno previsto:

$$ER = \left[\frac{B_0}{P_0} * ROCE_1 \right] + \left[\left(1 - \frac{B_0}{P_0} \right) * (g - 1) \right]$$

Questa è la “formula della media ponderata del ritorno previsto” perché è la media ponderata di un ritorno forward sul common equity (ROCE) e sul tasso di crescita, con il book to price che fornisce la ponderazione. Gli ER non sono il ritorno richiesto ma il ritorno previsto dal comprare azioni nel mercato corrente dei prezzi. Con prezzi più alti per le stesse aspettative, avremmo un più basso expected return.

Ci sono due modi per sfidare il prezzo di mercato:

- Capire la previsione di crescita dei mercati e dopo chiederci se il tasso di crescita è giustificato, troppo alto/basso. Tutto ciò che possiamo fare è valutare il rischio di soprappagare o l'opportunità di guadagnare quando il tasso è valutato ad un valore troppo basso.
- Valutare il rischio di pagare troppo dal calcolo degli expected return per comprare al prezzo di mercato. Se le azioni sono troppo costose, gli expected return saranno bassi, e viceversa.

Per prendere un tasso di crescita implicito, però, dobbiamo inserire un ritorno richiesto, e per prendere un expected return noi dovevamo inserire un tasso di crescita. Ma noi abbiamo detto che sono abbastanza insicuri. Uno si può inserire da loro tassi di crescita impliciti o sul tasso di crescita massimo, come ad esempio il GDP. Come dobbiamo muoverci quindi per una corretta applicazione del modello di valutazione prendendo in considerazione come tasso il GDP?

Innanzitutto dobbiamo conoscere a quanto viene commercializzato l'Indice sul book value, il rapporto Price-to-Book e i Ricavi: da questi elementi ricaviamo il ROCE. Sommando il tasso risk-free con il premio per il rischio otteniamo il tasso di crescita previsto. Qualora il RE cresce al tasso GDP, allora possiamo prezzare le azioni.

Il tasso di crescita medio per questi esercizi con il modello inverso sull'indice solitamente fanno approssimare il tasso GDP medio, sebbene con molte variazioni. Se si accetta il GDP rate come tasso di crescita di lungo periodo previsto, il metodo alternativo della reverse engineering per gli expected return può essere applicato.

Avendo tutti i dati richiesti andiamo ad applicare la formula della media ponderata degli expected return e confrontiamo il ER con il tasso soglia: se l'ER è maggiore del tasso soglia, allora potremmo investire per comprare equity.

Quindi secondo Penman i modelli di valutazione si presentano come un buon primo taglio per la valutazione del mercato, ma usano informazioni limitate. Il valore del rischio può cambiare se l'economia va in recessione o in crisi finanziarie. Un investitore dovrebbe richiedere un più alto o un più basso ritorno perché il cambio di mercato è incerto.

1.4 IL PREZZO DI UN AZIONE

Procedendo con alcuni esempi forniti da Penman, prendiamo ora in considerazione un'impresa commercializzata nel 2011 a 535\$ per azione, o 3.7 volte sul book value di 143.92\$ per azione alla fine del suo anno fiscale 2010. Prevediamo una stima di 33.94\$ EPS nel 2011 e 39.55\$ nel 2012. Spacchiamo la nostra valutazione in due parti:

Valore = valore basato sui book value e sulle previsioni di breve termine + valore della crescita speculativa

Il RE model sarà così costruito:

$$V_0^e = B_0 + \frac{RE_1}{\rho} + \frac{RE_2}{\rho(\rho - g)} + \text{Value of Spec. Growth}$$

La prima parte è il modello di valutazione senza crescita il secondo è il valore della crescita. Una pro forma che fornisce la valutazione senza crescita è sviluppata nella tabella alla pagina seguente: il tasso di soglia è il 10%. Senza un valore riconosciuto per la crescita speculativa,

noi contabilizziamo 359.54\$ dei 535\$ nel valore di mercato, composta di 143,92 dal book value e 17.77+197.85=215.62 dalle previsioni di breve periodo. L'ammontare del prezzo di mercato non spiegato dalla contabilizzazione è 175.46\$. che è il valore che il mercato pone per la crescita speculativa.

	2010A	2011E	2012E
EPS		33,94	39,55
DPS		0,00	0,00
BPS	143,92	177,86	217,41
RE (10% charge)		19,548	21,764
Crescita in RE			11,30%
Crescita in EPS			16,50%

TABELLA 1: Fonte: S.H. Penman “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, McGraw-Hill, 2013

$$Valore\ Equity_0 = B_0 + \frac{Earn_1 * r * B_0}{1 + r} + \frac{Earn_2 * r * B_1}{(1 + r) * r} + Valore\ Speculativo$$

$$Valore\ Equity_0 = 143.92 + \frac{19.548}{1.10} + \frac{21.764}{1.10 * 0.10} + Valore\ Speculativo$$

$$= 359.54 + Valore\ Speculativo$$

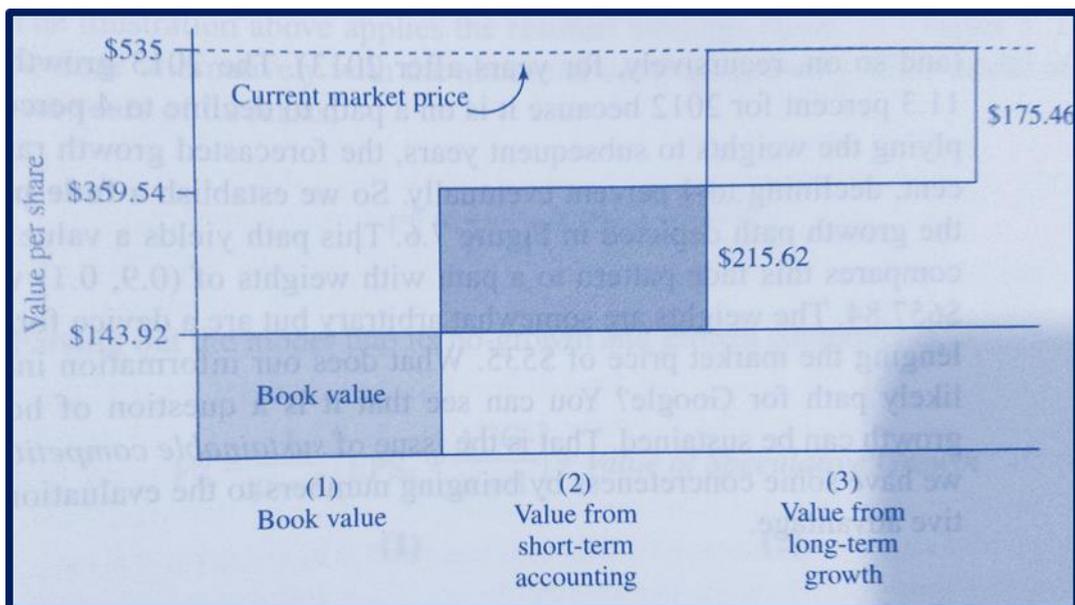


IMMAGINE 1: Fonte: S.H. Penman “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, McGraw-Hill, 2013

Il prezzo di mercato sarà dunque destrutturato in 3 elementi: il Book Value, Valore della crescita di breve periodo e il Valore speculativo.

Questi sono blocchi che ci aiutano a capire la nostra incertezza, dividendola in una parte certa (i book value), in una parte in cui si ha una certa confidenza (le previsioni di breve periodo) ed in parte molto incerta (il valore dei prospetti di lungo periodo). È nell'ultima parte in cui rischiamo più incertezza ed in cui rischiamo di soprappagare la crescita. Dovremmo pagare 175.46\$ per la crescita rischiosa? Noi siamo adesso nella posizione per chiedere al mercato il suo tasso di crescita. La risposta viene velocemente data nel riportare la crescita nella nostra valutazione, sostituendo il prezzo per il valore, e applicando l'inversa:

$$Price\ of\ Equity_0 = 535 = 143.92 + \frac{19.548}{1.10} + \frac{21.754}{1.1 * (0.10 - g)}$$

Dal prezzo a 535 ricaviamo il tasso di crescita di lungo periodo del mercato: il tasso implicito dopo il 2012 è 4.7% per anno, cioè il tasso a cui crescono i RE. Noi convertiamo il tasso in un tasso di crescita dei guadagni implicito dall'inverso calcolo del RE:

*Guadagni previsti al tempo t = (book value a t-1 * ritorno richiesto) + RE al tempo t*

Ricaviamo il RE dopo due anni è 21.764 per azione, mentre per il terzo anno è 22.787\$.

prevedendo un book value per la fine del 2012 al 217.41 per azione, la previsione del EPS sarà di 44.53\$ e la previsione del tasso di crescita sopra il 2012 è 12.6%. Estrapolando nello stesso modo gli anni successivi, sviluppiamo il percorso di crescita dei guadagni che il mercato prevederà, come nel grafico seguente.

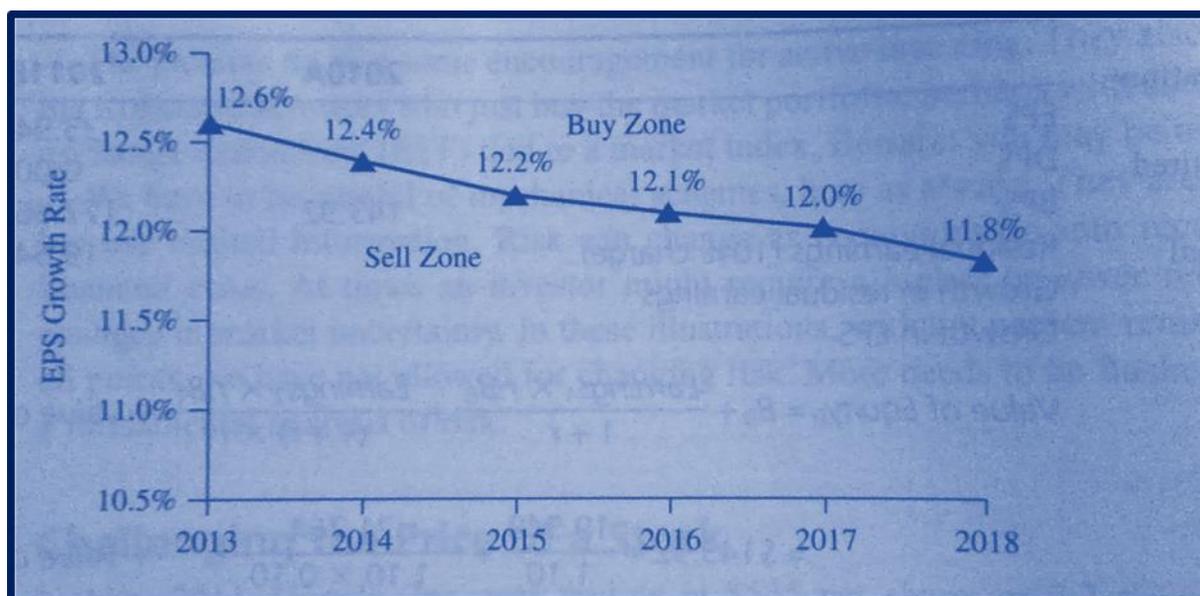


IMMAGINE 2: Fonte: S.H. Penman "Financial Statement Analysis and Security Valuation", McGraw-Hill, 2013

Il percorso di crescita divide la BUY zone dalla SELL zone: se un analista vede il tasso sopra la linea del percorso, consiglierà di comprare; viceversa, consiglierà di vendere.

Il tasso di crescita del RE al 4.7 % è una media per il lungo periodo. Il 4.7% sembra qualcosa di simile al GDP: quindi la crescita dei RE nel 2012 al 11.3%, indica che l'impresa può essere in grado di mantenere un tasso sopra il 4.7% negli anni successivi. Nel medio lungo periodo tutte le imprese dovrebbero crescere al tasso GDP: da ciò capiamo come nel medio lungo periodo il tasso dell'impresa diminuisca. Già nell'anno 2013 possiamo vedere come il tasso diminuisca:

$$\text{Tasso di Crescita del 2013} = (0.8 * 11.3\%) + (0.2 * 4\%) = 9.84\%$$

e così via per gli anni successivi, con una ponderazione scelta da noi arbitrariamente (0.2; 0.8). Il tasso di crescita del 2013 è più basso del 11.3% perché è sulla via del declino al tasso del 4% nel lungo periodo. Applicando la ponderazione agli anni successivi, il tasso di crescita previsto per il 2014 è 8.67.

Possiamo vedere questo all'interno del grafico successivo che ci mostra "modello di dissolvenza" dei tassi. Con la scelta di queste percentuali di distribuzione dell'investimento abbiamo un percorso che merita un valore di 570.32\$.

Il grafico nella pagina successiva offre una comparazione tra questo percorso, con ponderazione (0.2-0.8), con un percorso con una ponderazione diversa (0.1-0.9) che merita un valore di 657.84\$. I pesi sono arbitrari ma sono un dispositivo per sperimentare il prezzo di mercato di 535. Quali informazioni ci indicano quale è il percorso più probabile che sarà seguito dall'impresa? Questo significa chiederci per quanto tempo l'impresa riuscirà a sostenere un tasso di crescita sopra la media: bisogna quindi valutare per quanto tempo l'impresa sarà in grado di detenere nei confronti delle contender un vantaggio competitivo sostenibile.

Possiamo fare che la sfida al prezzo di mercato direttamente dal "ritorno" dei pesi impliciti nel mercato dei prezzi. I pesi impliciti (0.68-0.316), e loro implicano il terzo percorso di crescita della figura alla pagina successiva che è il tasso di crescita che cade al 4% più velocemente. Il percorso può essere convertito ad un percorso di crescita dell'EPS. Questo è un percorso che il mercato vede seguire dall'impresa come ripristino ad un GDP nel lungo periodo.

Noi adesso abbiamo uno schema per fare "active investing".

Lo schema alternativo è da applicare alla formula del ritorno medio ponderato per stimare il ritorno previsto per comprare l'impresa al prezzo di mercato corrente.

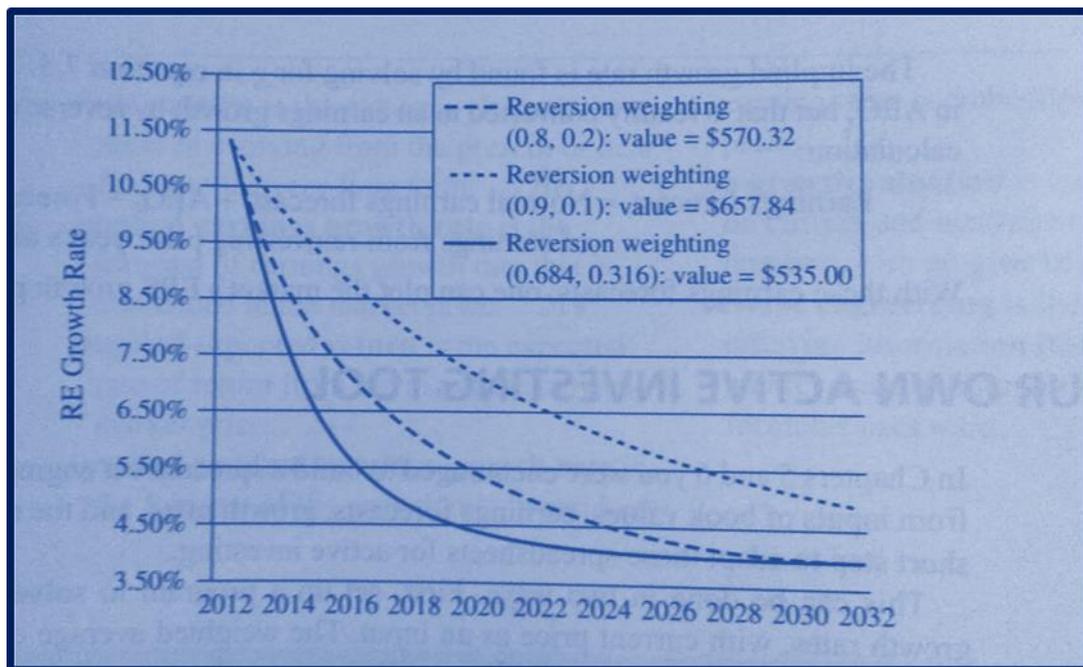


IMMAGINE 3: Fonte: S.H. Penman “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, McGraw-Hill, 2013

1.5 COSTRUIRE IL NOSTRO STRUMENTO DI INVESTIMENTO ATTIVO:

Partendo da uno schema che sviluppi un valore dagli input del book value, previsioni di guadagno, tasso di crescita, e ritorno richiesto abbiamo costruito un modello di valutazione per gli investimenti attivi.

Per testare il nostro modello di valutazione abbiamo due possibilità: o settare un programma per risolvere direttamente il tasso di crescita implicito, con il prezzo corrente come input oppure, in secondo luogo, usare un foglio elettronico da noi sviluppato e sperimentare con tassi di crescita o ritorni richiesti che meritano un valore uguale al corrente prezzo di mercato.

2. MODIFICA DEL RESIDUAL EARNINGS MODEL: IL RESIDUAL OPERATING INCOME

Possiamo riscrivere la formula del RE model in questa maniera:

$$V_0^e = CSE_0 + \text{Valore Presente del RE previsto}$$

$$V_0^e = CSE_0 + \frac{RE_1}{\rho_E^1} + \frac{RE_n}{\rho_E^n} + \dots$$

Dove:

1. CSE = Common Shareholders' Equity, che sarebbe la somma degli asset operativi netti (asset operativi meno debito operativo) e degli asset finanziari netti (asset finanziari meno debito finanziario)

2. $RE_T = Guadagni_t - (\rho_e - 1) * CSE_{t-1}$, cioè la differenza tra i guadagni ed i guadagni richiesti sul book value dell'equity.

Noi dunque fissiamo la nostra valutazione alla valutazione dell'equity e aggiungendo il guadagno previsto in eccesso. Il tasso di ritorno richiesto è il costo del capitale dell'equity, $(\rho_e - 1)$. Se il book value di un asset è uguale al suo valore intrinseco, dal RE ci aspettiamo che questo varrà 0. Partendo da questa proprietà se gli asset sono misurati nel bilancio al prezzo di mercato e se il valore di mercato è uguale al valore intrinseco, poi non possiamo prevedere i RE che saranno prodotti, perché uguali a 0. Possiamo prevedere i RE solo dagli asset e non dal mercato. Quindi riscriviamo la formula come:

$$V_0^e = CSE_0 + Val.Pres.del RE exp.da asset netti non al val.di mercato$$

Dobbiamo dunque dividere i guadagni e i debiti al valore di mercato da quelli che non lo sono. Non ha tutti gli elementi del bilancio lo possiamo fare: le entrate da asset operativi utilizzando beni in comune, quindi impossibili da separare, ma ad esempio possiamo dividere il Reddito Operativo (generato dagli asset operativi netti) dalla spesa finanziaria netta (generata dalle obbligazioni finanziarie). E le obbligazioni finanziarie nette sono misurate sul bilancio al valore di mercato. Ciascun componente deve essere unito al componente del bilancio corrispondente e caricato al suo tasso di guadagno richiesto. Il RE dagli asset operativi netti è il “residual operating income”:

Residual Operating Income

$$\begin{aligned} &= Entrate Operative (dopo imposte) \\ &- Entrate Richieste sugli asset operativi \end{aligned}$$

$$ReOI_t = OI_t - (\rho_F - 1) * NOA_{t-1}$$

Dove ρ_F è 1 più il costo capitale per le attività operative, ed il NOA sono gli asset operativi netti. Il ReOI viene anche definito “profitto economico” o “valore economico aggiunto” e viene utilizzato per la valutazione della produzione. Con le previsioni del ReOI possiamo prevedere il valore degli asset operativi netti:

$$V_0^{NOA} = NOA_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \dots + \frac{ReOI_t}{\rho_F^t} + \frac{CV_t}{\rho_F^t}$$

Dove il valore del CV può essere uguale o a 0, o a $\frac{ReOI_t}{\rho_F^t - 1}$ oppure a $\frac{ReOI_t}{\rho_F^t - g}$.

Il valore delle operazioni è anche chiamato valore dell'impresa, ma anche “Enterprise Value”.

Sapendo che il valore dell'equity è dato dalla differenza tra V_0^{NOA} e il

$V_0^{NFO} (NFE_t - (\rho_D - 1) * NFO_{t-1})$, abbiamo che

$$V_0^E = CSE_0 + \frac{ReOI_1}{\rho_F} + \frac{ReOI_2}{\rho_F^2} + \dots + \frac{ReOI_t}{\rho_F^t} + \frac{CV_t}{\rho_F^t}$$

Questo è il Residual Operating Income Model. In maniera simile al RE model, il ReOI è formato da due drivers: il RNOA, cioè il ritorno sugli asset operativi netti, e gli asset operativi netti stessi.

$$ReOI_t = [RNOA_t - (\rho_F - 1)] * NOA_{t-1}$$

3. PREVISIONE DELLE INFORMAZIONI COMPLETE E PRO FORMA ANALISI:

Partendo dal rendiconto finanziario di un'impresa nel 2004, vogliamo preparare una previsione del valore delle azioni. Con una completa conoscenza del business, i suoi clienti, e le prospettive di guadagni noi prepariamo una previsione di vendita. Poi, comprendendo il processo di produzione e le componenti di costo del venduto, prevediamo il Margine Lordo che guadagneremo. Aggiungendo le previsioni sui rapporti di spese (drivers e pubblicità) completiamo la pro forma del conto economico. Il bilancio patrimoniale è composto da i crediti, l'inventario, il PPE (proprietà, immobili...) e altri asset operativi basati sulla valutazione del ATO per questi elementi.

Le previsioni dal conto economico ci dicono che:

1. Nel 2005 le vendite saranno 13500, seguite da 14600 nel 2006. Negli altri tre anni ci aspettiamo cresceranno ad un tasso del 9%.
2. Il margine lordo di 42.9% nel 2004 si prevede cresca a 44.5% nel 2005 e 2006, a seguito di un aumento dei ricavi, mentre avrà un declino nel 2007 e 2008, probabilmente a seguito di un aumento dei costi del lavoro.
3. La pubblicità incrementerà al 11.6% della vendita nel 2005 per mantenere la crescita delle vendite previste.
4. Altre spese prima delle tasse si aspetta saranno il 19.6% delle vendite, lo stesso livello del 2004.
5. Non sono previsti altri elementi, o il loro valore è 0.

Le previsioni del bilancio patrimoniale invece ci dicono che:

1. Per mantenere le vendite, il valore dell'inventario sarà 12.38% per ogni \$ di vendita (un indice di rotazione dell'inventario di 8.08)
2. I crediti saranno 16.5% per \$ di vendita.

	2004A	2005E	2006E	2007E	2008E	2009E
CONTO ECONOMICO						
Vendite	12253	13500	14600	15914	17346	18907
Costo di Vendita	7001	7492	8103	9230	10234	11155
Margine Lordo	5252	6008	6497	6684	7112	7752
Pubblicità	1378	1566	1694	1846	2012	2193
Spese Operative	2400	2646	2862	3119	3400	3706
Entrate Op. ante imposte	1474	1796	1941	1719	1700	1853
Imposte al 34,6%	513	621	672	595	588	641
Entrate Op. dopo imposte	961	1175	1269	1124	1112	1212
Margine di Profitto Principale	7,84%	8,69%	8,69%	7,06%	6,41%	6,41%
STATO PATRIMONIALE						
Crediti	2120	2228	2409	2626	2862	3120
Magazzino	1634	1671	1807	1970	2147	2341
Proprietà, Impianti e Attrezzature	1587	1728	1869	2212	2411	2628
Altri Asset Operativi Netti	-790	-810	-876	-955	-1041	-1134
Asset Operativi Netti	4551	4817	5209	5853	6379	6955
Rotazione degli Asset (ATO)		2,803	2,803	2,719	2,719	2,718
Entrate Operative		1175	1269	1124	1112	1212
Variazione NOA		266	392	644	526	576
Free Cash Flow		909	877	480	586	636
RNOA (sul NOA iniziale)		25,82%	26,34%	21,58%	19,00%	19,00%
ReOI (ritorno richiesto 8,6%)		783,6	854,7	676	608,6	663,4
Valore Presente del ReOI		721,5	724,7	527,8	437,5	439,2
PV totale al 2009	2851					
Continuing Value	12809	>>>>>>>	(663,4*1,05)/(1,086-1,05)=19349			
Enterprise Value	20211					
Asset Finanziari Netti	289					
	20500					
Azioni in Sospeso	452					
Valore dell'Equity Comune	20048					
Valore per Azione su 263,1 milioni di azioni	76,20 \$					

TABELLA 2: Fonte: S.H. Penman “*Financial Statement Analysis and Security Valuation*”, McGraw-Hill, 2013

3. Dal 13.1% nel 2004 il PPE diminuirà nei due anni successivi a 12.8%, a causa delle maggiori vendite dagli impianti esistenti. Comunque, con nuovi impianti ci sarà un aumento dei costi, ma anche una possibilità di rispettare la crescita delle vendite negli anni seguenti ed il PPE aumenterà a 13.9% (con un indice di rotazione del 7.19).
4. Tutti gli altri asset operativi netti, per lo più il debito operativo, toglierà il 6% alle vendite.
5. Le passività potenziali per le opzioni in sospeso sono riconosciute per 452 milioni di dollari.

Il risultato della nostra analisi è la tabella nella pagina precedente. Dovremmo essere abbastanza sicuri dell'analisi pro forma fatta per i 5 anni successivi, ma siamo insicuri circa il

tasso di crescita nel lungo periodo. Se prendiamo come esempio un'impresa con un elevato vantaggio competitivo verso le altre, potremmo impostare un tasso di crescita (5%) maggiore del GDP. Bisogna comunque stare attenti. Avendo il tasso di crescita valutiamo le azioni con un valore di 76.20\$ ciascuna: se il prezzo di mercato fosse 75\$, allora abbiamo trovato un valore simile. Con il dubbio del tasso, il ritorno richiesto per le operazioni dovrebbe incrementare dal 8.6% applicato qui, decidiamo di piazzare una vendita debole sulle azioni. Utilizzando un foglio elettronico possiamo vedere cosa succede all'interno della nostra analisi andando a variare alcuni dati in base alle informazioni che raccogliamo. Se nel 2005 viene annunciato che le entrate operative nel 2005 dopo le imposte saranno di 1209 milioni di dollari, noi ricalcoliamo il valore delle azioni a 82\$.

Introducendo il "residual earnings model" abbiamo enfatizzato che il modello non cattura appieno il valore che può essere generato o perso nella transazione di azioni. Se non c'è emissione di azioni o i riacquisti sono previsti nel futuro o queste transazioni si aspettano essere per monetizzare il fair value, non c'è problema. N

La tecnica del residual earnings anticipa il valore di un business acquisito e le sinergie generate con pro forma analisi. Ma loro non fanno catturare la divisione del valore tra azionisti della società acquirente ed acquistata. Entrambe hanno azioni nella nuova impresa ma il valore relativo delle azioni dipende dai termini della transazione bisogna dunque preparare un bilancio patrimoniale per la firm combinata alla fine del primo anno E calcolare il valore presente all'anno 0 della nuova società.

Con una nota storica, gli studi empirici mostrano che molto del valore generato nelle fusioni e nelle acquisizioni tipicamente va agli azionisti dell'acquirente. Il prezzo delle azioni dell'acquisita tende ad incrementare – spesso di un ammontare significativo – mentre il prezzo delle azioni della acquirente tende a non avere effetto o un declino. Questa osservazione suggerisce che l'acquirente può estrarre la maggior parte del valore dalla acquisizione. Il prezzo delle azioni dell'acquirente può diminuire perché il mercato sembra che è soprappagato per la acquisizione. Ma il prezzo deve anche diminuire perché il mercato interpreta l'offerta come un segnale che le azioni dell'acquirente sono sopra prezzate.

CAPITOLO 3: IL CASO DISNEY

1. BRAND E STORIA DEL SUCCESSO DISNEY:

Secondo la classifica riportata dalla rivista americana Forbes, sulla base dei dati del Reputation Institute, la Walt Disney Company si conferma tra le TOP TEN aziende al mondo come miglior reputazione nel 2017 sulla base di 7 parametri (posto di lavoro; gestione aziendale; cittadinanza; performance finanziaria; leadership settoriale; prodotti e innovazione) e classificata con una scala da 0 a 100, intervistando un campione di 55 mila consumatori di 15 paesi diversi. La reputazione aziendale permette di creare un forte legame tra l'impresa e chi la circonda: gli azionisti, i consumatori, i mass media e gli impiegati. Per costruire una solida posizione occorre tempo e pazienza, non basta un claim accattivante e le difficoltà in un mercato globale e virtuale aumentano di giorno in giorno.



Fonte: <https://d23.com/walt-disney-archives/>

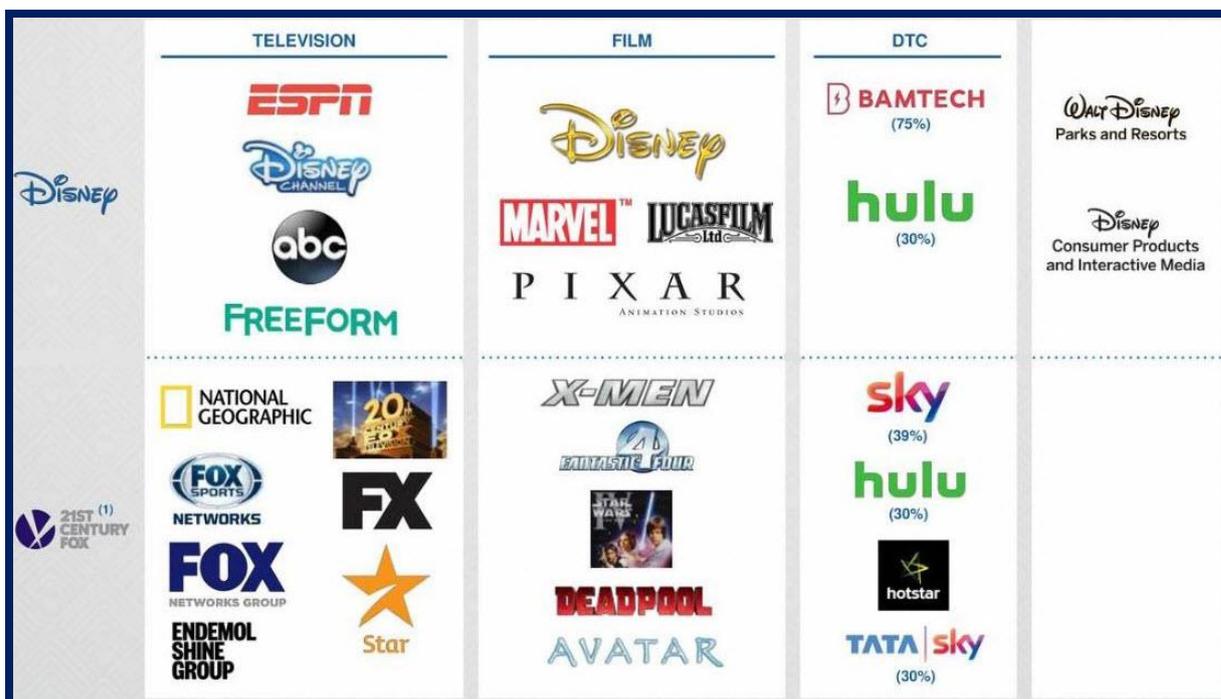
Definire la Walt Disney solamente come la principale compagnia nel settore dell'animazione risulta essere davvero riduttivo: le aree business in cui è leader vanno dalla televisione ai prodotti di consumo, dal cinema ai parchi tematici, ecc. La Walt Disney Company è il più grande conglomerato economico, per ricavi, in tutto il mondo; copre un ampio raggio di attività ed è il brand per eccellenza: Topolino, con tutti i suoi nomi, è conosciuto in ogni paese.

L'impresa nasce ufficialmente nel 1923 da un'idea di Walt Disney, in collaborazione con il fratello Roy Oliver, disegnatore e creativo che partendo con un budget limitato ma con molte idee realizza nel 1929 il primo cortometraggio con sonoro d'animazione *Steamboat Willie*, in cui compare Topolino, che riscuote subito un enorme successo grazie alle tecniche innovative utilizzate. Era già qualcosa di impensabile la realizzazione di questi corti in quegli anni, ma la forte ambizione spinge Walt a volere di più: dopo una lunga serie di cortometraggi e una continua ricerca di finanziamenti gli studi Disney riescono a creare nel 1937, dopo più di due anni di lavoro, il lungometraggio *Biancaneve*, che riscuote subito un enorme successo, riuscendo a vincere anche l'Oscar. È l'inizio dell'Impero Disney; il pensiero del signor

Disney “*If you can dream it, you can do it*” è l’emblema della sua capacità nel costruire ciò che ha fatto: nel dopoguerra inizia ad ampliare il suo raggio d’azione attraverso l’apertura dei parchi tematici Disney e la continua produzione di lungometraggi animati e non. Anche dopo la morte dei fratelli Disney continua la produzione di programmi da parte della compagnia; nell’1981 gli studios dispongono di 250 lungometraggi, 456 cortometraggi d’animazione e 27 anni di programmi televisivi. Dal 1984 inizia l’era di Michael Eisner che porta la compagnia alle acquisizioni di varie compagnie per aumentare il pacchetto di prodotti: inizia l’espansione dei parchi tematici nel mondo (uno su tutti Euro Disney a Parigi) e la creazione della catena di giocattoli Disney Store e del canale Disney Channel, viene concluso un accordo di collaborazione con gli studi Miramax e, soprattutto negli anni ’90, vengono prodotti alcuni dei film d’animazione più di successo. All’inizio del nuovo millennio inizia però un periodo difficile per la grande multinazionale americana, dovuta a diversi fattori: in primis l’evoluzione dei cartoni in animazione digitale non era stata colta al volo dalla Disney che continuo a creare film in 2D con scarsi successi al botteghino e non rinnovando immediatamente l’accordo con la Pixar; in secondo luogo il commercio informatico e alcuni eventi storici (il crollo delle torri gemelle e la crisi economica su tutti) portarono ad una diminuzione delle vendite e degli introiti. Solo a partire dal 2005 con il subentro nel ruolo di amministratore delegato di Robert Iger al posto di Eisner, iniziò una vera e propria campagna espansionistica della società:

- Nel 2006, nasce l’accordo di fusione fra Disney e Pixar: la casa di produzione di Topolino ha acquisito degli studi d’animazione della Pixar per un costo della transazione di 7,4 miliardi di dollari con uno scambio di pacchetti azionari.
- Nel 2009 con l’esborso di 4 miliardi di dollari comprano Marvel, la famosa società editrice di alcuni degli album a fumetti più famosi su scala globale per rafforzare ulteriormente la propria presenza nel competitivo comparto dell’intrattenimento. L’acquisto è avvenuto attraverso l’esborso di alcune quote cash e tramite lo scambio di alcuni pacchetti azionari (circa 50\$ per azione Marvel).
- Nel 2012 rese pubblico l’acquisto di Lucasfilm e di tutte le società per \$ 4,05 miliardi, annunciando investimenti continui nello sviluppo delle produzioni della Lucas. Il pagamento avvenne per metà tramite azioni (37 milioni) e l’altra metà tramite cash, anche grazie alla sottoscrizione di obbligazioni dal valore di 3 miliardi.
- Ed in ultimo nel dicembre scorso arriva l’ufficializzazione dell’acquisizione di Fox da parte di Disney, che le permette un salto di qualità e una maggiore diversificazione: ha acquisito la 21st Century Fox per un totale di 52,4 miliardi di dollari in azioni, ovvero 0,2745 azioni per ogni titolo di Fox. Il concambio è stato fissato in base al

prezzo medio ponderato del titolo negli ultimi trenta giorni. Il valore complessivo dell'operazione sale a 66,1 miliardi di dollari se si tiene conto dell'assunzione del debito netto da 13,7 miliardi di dollari di Fox da parte di Disney. Un'acquisizione però che deve essere ancora ufficializzata dall'antitrust americano in quanto le 6 Major del mondo cinematografico diventerebbero 5.



Fonte: <http://www.ino.com/blog/2018/01/disney-fox-acquisition-streaming-tax-reform/#.WpWRYITibIU>

Il piano di espansione di Disney nell'ultimo periodo è stato molto chiaro: sfruttare il know how di altre aziende del proprio settore per allargare ed incrementare il proprio mercato. Prossimo passo della compagnia è combattere i colossi dello streaming come Netflix e Amazon: già nell'agosto del 2017 era stata acquisita da Disney il 75% della BAMTEch con un investimento di 1.5 miliardi di dollari necessario per lo sviluppo dei servizi on demand; in più grazie all'acquisizione della Fox risulterebbe rafforzata nel mondo del digitale e, soprattutto, nei canali esteri.

Dopo un inizio come studio di animazione ed una differenziazione dei prodotti, sembra proprio che la Disney continui la sua campagna espansionistica al fine di diventare il più grosso colosso multimediale di tutti i tempi.

2. IL MODELLO DI VALUTAZIONE ED IL CASO DISNEY-LUCASFILM:

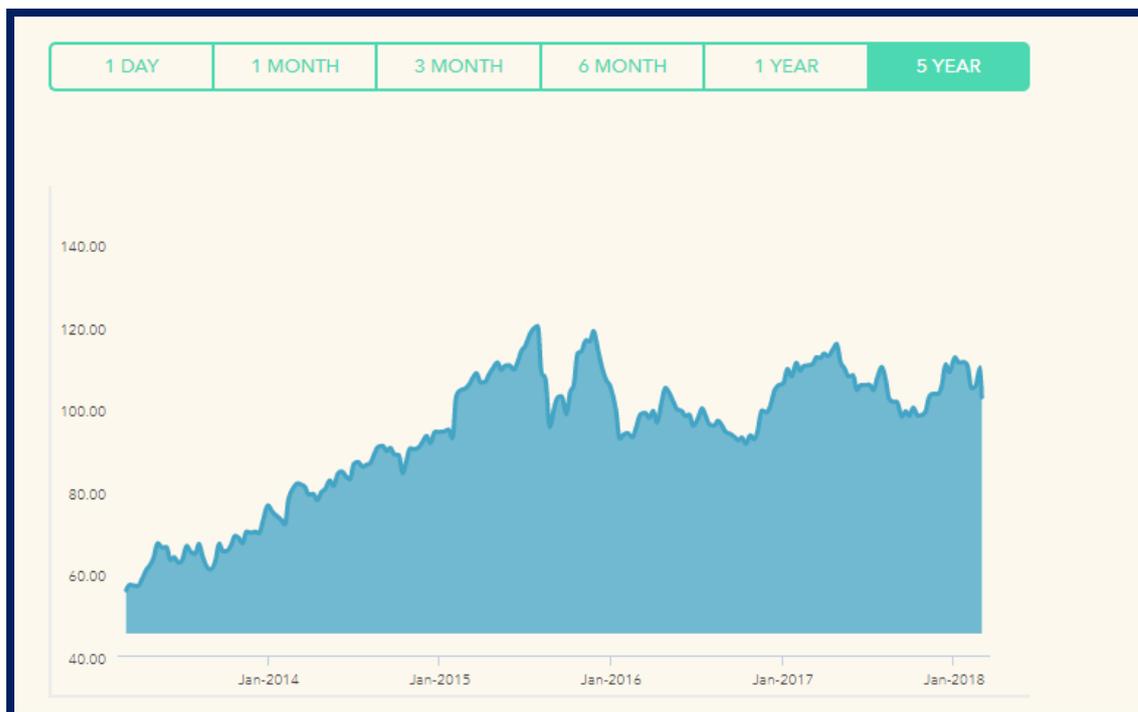
“Dear Shareholders,

The Force was definitely with us this year! Fiscal 2015 was another triumph across the board in terms of creativity and innovation as well as financial performance. For the fifth year in a row, The Walt Disney Company delivered record results with revenue, net income and earnings per share all reaching historic highs once again. [...] The results have been nothing short of spectacular. With the perfect blend of familiar faces and a brilliant cast of new characters to carry the story forward, our first feature film in the franchise, Star Wars: The Force Awakens opened to huge acclaim and even bigger audiences. As I write, this movie has already become the highest grossing movie in

U.S. history and global box office is more than \$1.7 billion and growing. Not bad for a first try! And it's only the beginning of a new era of fantastic storytelling in this franchise. Our first stand-alone Star Wars movie, Rogue One, is the most anticipated movie of 2016, a full 11 months before its release, and we've begun work on Episode VIII of the Star Wars saga for release in 2017. The impact of our Star Wars success is already evident across the company. Star Wars mobile games are drawing unprecedented audiences, the release of EA's Star Wars Battlefront was the biggest video game release in Star Wars history, and the incredible demand for new merchandise based on The Force Awakens helped make the holidays a lot happier for retailers. We're just beginning to explore the opportunities for long-term growth of this franchise across generations and lines of business, including adding new Star Wars themed lands in Disneyland and Walt Disney World.”

Con queste parole Robert Iger, attuale CEO Disney e nel 2016 in cima alla Top 100 dell'Hollywood Reporter delle personalità più influenti dell'industria dell'entertainment, annuncia all'interno dell'Annual Report del 2015 della Walt Disney Company i primi veri grandi successi dell'acquisizione della Lucasfilm nel 2012.

Nel dicembre 2012, come già detto in precedenza, la Company ha acquisito la Lucasfilm emettendo 37.1 milioni di azioni e pagando tramite “cash” 2.2 miliardi di azioni, basandosi sul valore per azione di 50\$, la acquisizione ha avuto un valore complessivo di 4.1 miliardi di dollari. Tale acquisizione è servita a Disney per utilizzare le piattaforme, il business ed il mercato della Lucas e per amplificare la crescita del proprio valore in termini di lungo periodo. Possiamo notare, tramite la semplice analisi dell'andamento azionario della compagnia americana, come da quel dicembre 2012 il valore delle azioni sia aumentato del 100% e più a seguito sia dell'acquisizione della Lucas e, naturalmente, della campagna commerciale che ha portato alla produzione di un numero infinito di film e di una diversificazione dei prodotti offerti.



Valore Azione Disney, Fonte: <https://thewaltdisneycompany.com/investor-relations/>

Parte integrante di questi maggiori introiti sono certamente i film finora prodotti: gli incassi dei Capitoli VII e VIII della saga, e lo spin off “*Rogue One*”, hanno incassato al botteghino complessivamente una cifra superiore ai 4 miliardi di dollari, che permetterebbe ad andare a coprire ampiamente l’acquisizione fatta; c’è da considerare che non sono tutte entrate nette per la Compagnia, ma considerando la creazione di altri film e l’enorme merchandising intorno, già da un po’ di tempo la cifra dell’acquisizione è stata recuperata.

Andiamo adesso però ad analizzare come è intervenuta questa operazione all’interno di una “pro forma analisi” creata utilizzando i dati degli Annual Report prendendo in analisi l’anno 2013:

- 1) La crescita del reddito operativo dei prodotti di consumo è dovuta al miglioramento dei risultati delle licenze di merci e all’inclusione di Lucasfilm. La società ha registrato \$ 214 milioni, \$ 100 milioni e \$ 55 milioni di oneri di ristrutturazione e svalutazione in fiscale anni 2013, 2012 e 2011, rispettivamente. Gli addebiti nell’anno fiscale 2013 erano dovuti a costi di licenziamento, di contratto e di leasing e svalutazioni immateriali e altre attività. Le spese includono gli importi sostenuti in relazione all’acquisizione di Lucasfilm.
- 2) Per quanto riguarda i Media ed i Network abbiamo che l’aumento degli altri ricavi è dovuto alle maggiori vendite di programmi di Broadcasting, all’inclusione dei ricavi da Lucasfilm e alle maggiori tariffe di sindacazione internazionale dei programmi di ESPN.
- 3) Per l’area Studios l’aumento della distribuzione televisiva e altri ricavi è stato trainato dalle vendite nazionali di titoli SVOD delle biblioteche nell’anno corrente e dall’inclusione del

business degli effetti speciali di Lucasfilm. L'incremento degli ammortamenti è dovuto all'ammortamento delle immobilizzazioni immateriali derivanti dall'acquisizione di Lucasfilm.

4) Le entrate derivanti da licenze e pubblicazioni sono aumentate del 10% a causa dell'aumento dell'8% dalle licenze e del 2% dalla pubblicazione. L'aumento delle licenze è dovuto all'inclusione dei ricavi da Lucasfilm e alla performance del programma Disney. L'aumento dei costi di vendita, generali, amministrativi e di altro tipo è dovuto principalmente all'inclusione di Lucasfilm e più elevati costi di sviluppo tecnologico.

5) L'aumento dei ricavi delle vendite di giochi e abbonamenti è stato determinato da un aumento del 25% rispetto ai maggiori guadagni pubblicati dai giochi per console a causa del rilascio del quarto trimestre di Disney Infinity e del 7% dovuto all'inclusione del business dei giochi interattivi di Lucasfilm. Le spese operative includevano un aumento del costo del venduto di \$ 80 milioni da \$ 252 milioni a \$ 332 milioni e \$ 5 milioni diminuzione dei costi di sviluppo del prodotto da \$ 331 milioni a \$ 326 milioni. I maggiori costi di vendita sono dovuti al rilascio di Disney Infinity e l'inclusione di Lucasfilm.

Tutte queste voci sono facilmente rintracciate all'interno degli AR, in cui vengono divise in base ai 5 core business della compagnia (Studios Entertainment, Consumer Products, Media Network, Interactive, Park&Resort) in cui vengono scomposti i vari valori per fornirci gli Operating Income, come nell'immagine affianco.

Da qui andiamo a sviluppare il nostro "pro forma" per calcolare il valore delle azioni della Disney nel 2013 anno in cui viene contabilizzato l'acquisto della Lucasfilm, utilizzando i modelli del *L'analisi economico-finanziaria di bilancio* (U. Sostero, P. Ferrarese, M. Moreno e C. Macron) per estrapolare i valori necessari alla nostra analisi:

Media Networks		
Operating results for the Media Networks segment are as follows:		
(in millions)	Year Ended	
	September 28, 2013	September 29, 2012
Revenues		
Affiliate Fees	\$ 10,018	\$ 9,360
Advertising	7,923	7,699
Other	2,415	2,377
Total revenues	<u>20,356</u>	<u>19,436</u>
Operating expenses	(11,261)	(10,535)
Selling, general, administrative and other	(2,768)	(2,651)
Depreciation and amortization	(251)	(258)
Equity in the income of investees	742	627
Operating Income	<u>\$ 6,818</u>	<u>\$ 6,619</u>

CASO DISNEY	2013	2014	2015	2016	2017
	1	2	3	4	5
Media Network	6818	7321	7793	7755	6902
Park&Resort	2220	2663	303	3298	3774
Studio Entertainment	661	1549	1973	2703	2355
Consumer Products	1112	1356	1884	1965	1744
Interactive	-87	116	\	\	\
Entate Oper. before tax	10724	13005	14681	15721	14775
TAX	31,00%	34,60%	36,20%	34,20%	32,10%
Entrate Oper. after tax	7399,56	8505,27	9366,48	10344,42	10032,23
Crediti	6967,00	7822,00	8019,00	9065,00	8633,00
Inventario	1487,00	1574,00	1571,00	1390,00	1373,00
Park, Resort e Prop.	22380,00	23332,00	25179,00	27349,00	28406
Altre Att. Oper.	1724	2359	2132	1901	6476,00
ATT OPER	32558	35812	43851	46044	52369
Debito Operativo	11704	13292	16334	16842	19595
NOA	20854	22520	27517	29202	32774
var NOA		1666	4997	1685	3572
FCF		6839,27	4369,48	8659,42	6460,23
RNOA		40,78%	41,59%	37,59%	34,35%
ReOI		6419,87	7114,48	7592,72	7112,03
Present Value del ReOI		5836,25	5879,73	5704,52	4857,61
Somm. PV ReOI	22278,11				
Continuing Value	149352,53				
Present Value del CV	92736,17				
Enterprise Value	135868,28		Rit. Rich.	1,1	
Debito Fin.	21387			10%	
Attivo Fin.	37120		Long t. rate	1,05	
NFA	15733			5%	
Valore Equity Comune	151601,28				
Azioni Emesse	2161,29				
Valore Azione	70,14				

Sottolineiamo che: i valori previsti dal segmento “Interactive” negli anni 2015 e successivi sono raggruppati all’interno di “Customer Products”; il valore delle imposte viene fornito tramite spiegazione all’interno degli AR e varia in base a determinati sgravi fiscali;

A reconciliation of the effective income tax rate to the federal rate is as follows:			
	2015	2014	2013
Federal income tax rate	<u>35.0 %</u>	<u>35.0 %</u>	<u>35.0 %</u>
State taxes, net of federal benefit	1.9	2.0	1.8
Domestic production activity deduction	(1.9)	(2.1)	(2.5)
Earnings in jurisdictions taxed at rates different from the statutory U.S. federal rate	(1.5)	(0.7)	(1.9)
Disneyland Paris recapitalization	2.9	—	—
Other, including tax reserves and related interest	(0.2)	0.4	(1.4)
	<u><u>36.2 %</u></u>	<u><u>34.6 %</u></u>	<u><u>31.0 %</u></u>

nelle “Altre Att. Oper.” troviamo i valori delle pubblicità e dei costi televisivi; il valore del tasso di lungo periodo è stato preso dal tasso di crescita di lungo periodo del S&P 500 mentre il ritorno richiesto dalla “reverse engineering” del modello inverso del RE Model eguagliando il prezzo dell’azione con il valore intrinseco, mentre il numero delle azioni emesse è stato trovato dal rapporto tra la capitalizzazione di mercato di Disney e il prezzo per azione (<https://it.finance.yahoo.com/quote/DIS?p=DIS>).

Attualizzando i nostri valori al 2013 risulta dal nostro calcolo che il valore delle azioni Disney è di 70.14\$ cadauno. Il prezzo per azione al 27/09/2013 (giorno di chiusura dell'anno della compagnia) il valore per azione risulta essere 65.19\$. Ci discostiamo leggermente dal valore reale molto probabilmente a causa dei valori intangibili che non risultano dal nostro rendiconto. Certo la nostra previsione di un valore sottovalutato è corretto poiché successivamente, come già visto in precedenza, il valore delle azioni risulta crescere nel lungo periodo vertiginosamente andando ad aumentare il valore dell'impresa. Certamente l'acquisizione della Lucasfilm implementa tale processo, portando ad una diversificazione dei prodotti commerciati dalla società (film e elettronica in primis) insieme alla possibilità di utilizzare il know how dell'acquisita che troviamo all'interno degli asset intangibili dell'acquisizione.

Lucasfilm

On December 21, 2012, the Company acquired Lucasfilm Ltd. LLC (Lucasfilm), a privately held entertainment company. This acquisition will allow Disney to utilize Lucasfilm's content across our multiple platforms, businesses and markets, which we believe will generate growth as well as significant long-term value.

Under the terms of the merger agreement, Disney issued 37.1 million shares and made a cash payment of \$2.2 billion. Based on the \$50.00 per share closing price of Disney shares on December 21, 2012, the transaction had a value of \$4.1 billion.

The following table summarizes our allocation of the purchase price to the tangible and identifiable intangible assets acquired and liabilities assumed. The excess of the purchase price over those fair values and the related deferred income tax liability was allocated to goodwill, which is not deductible for tax purposes.

(in billions)	Estimated Fair Value
Intangible assets	\$ 2.6
Goodwill	2.3
Deferred income tax liability	(0.8)
	<u>\$ 4.1</u>

Intangible assets primarily consist of intellectual property based on the *Star Wars* franchise with an estimated useful life of approximately 40 years. The goodwill reflects the value to Disney from leveraging Lucasfilm intellectual property across our distribution channels, taking advantage of Disney's established global reach.

CONCLUSIONI:

Nel precedente capitolo è stato analizzato il caso aziendale di Disney per dimostrare come risulta essere utile l'applicazione dei modelli di valutazione per l'analisi delle acquisizioni finanziarie; tali modelli sono facilmente utilizzabili per qualsiasi altro tipo di operazione che si desidera valutare all'interno del mondo finanziario.

Il Residual Earnings Model, ed il suo sviluppo come Residual Operating Income, ci aiuta a capire come il mercato si muove, dandoci la possibilità di accettare o rigettare le previsioni di mercato. Dobbiamo porre molta attenzione ai punti critici dei modelli di valutazione in generale: non dobbiamo mischiare la speculazione del mercato con il nostro modello di valutazione se non risulta essere inutile il lavoro che abbiamo fatto.

Una tecnica efficace per determinare il valore di un'impresa è la "Reverse Engineering" dei modelli di valutazione: questo procedimento ci permette di diminuire i valori incerti ad un unico valore, il tasso di crescita di lungo periodo; gli altri valori sono tutti ricavabili utilizzando un semplice computer e una conoscenza base delle formule che troviamo all'interno di pagine web come "Yahoo Finance". Il valore S&P 500 fa il resto dandoci una media di come le grandi imprese, se grandi imprese vogliamo analizzare, si muovono nel mercato, discostandosi poco dal mercato soprattutto nel lungo periodo (cosa che a noi interessa molto data l'incertezza del tasso di crescita di lungo periodo).

Il modello di valutazione, nella sua evoluzione a Residual Operating Income e grazie ai driver che lo compongono, ci dà una mano a capire come il mercato e gli altri investitori ragionano e come di conseguenza dobbiamo muoverci. Nel caso di Disney abbiamo fatto una valutazione che ci ha dato un valore superiore a quello di mercato mostrandoci come noi non dobbiamo cercare risposte, ma porci la domanda corretta: il valore superiore a quello di mercato ci vuole dire che stiamo sopravvalutando l'azione e quindi dovremmo vendere le nostre azioni oppure ci aiuta a capire come il prezzo di mercato probabilmente salirà a seguito delle ultime operazioni "espansive" dell'Impero di Topolino?

Ecco a cosa serve il modello di valutazione: di un numero non ce n'è facciamo nulla, ma di un ragionamento incasellato con tutte le nostre conoscenze, aggiunto naturalmente con l'analisi dei vari strumenti e rapporti che noi conosciamo (ROE, ROI, EPS, price-to-book...), ci dà un quadro generale su come il mercato si muove.

Partendo da una semplice analisi del price-to-book ratio siamo arrivati, grazie agli studi di Penman, ad un modello di valutazione semplice ed intuitivo che ci fornisce un buon numero di informazioni complete per muoversi nel mercato finanziario.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI:

- B. Graham, 1973, *The Intelligent Investor*. Harper and Row
- D. Dodd e Benjamin Graham, 1934, *Security Analysis*. McGraw-Hill Book Company
- Stephen H. Penman, 2013, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. McGraw-Hill, International Edition
- Stephen H. Penman, Presentation to Schmalenbach Betriebswirtschaftler Tag, 2002, “*What Matters in Company Valuation: Earnings, Residual Earnings, Dividends? Theory and Evidence*”
- U. Sostero, P. Ferrarese, M. Moreno e C. Macron, 2016, *L’analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè Editore

SITOGRAFIA:

- Alberto Flores, “*Robert Allen Iger il Paperone di Disney che mangia Murdoch e va a caccia di Netflix*” 18 dicembre 2017 in http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2017/12/18/news/robert_allen_iger_il_paperone_di_disney_che_mangia_murdoch_e_va_a_caccia_di_netflix-184457244/
- Annual Report Walt Disney Company, anni 2012-2017, in <https://thewaltdisneycompany.com/investor-relations/>
- Brook Barnes, “*Disney Makes \$52.4 Billion Deal for 21st Century Fox in Big Bet on Streaming*”, 14 Dicembre 2017 in <https://www.nytimes.com/2017/12/14/business/dealbook/disney-fox-deal.html>
- Emanuele Biotti, “*Pixar, 10 anni sotto il marchio Disney: le conseguenze creative e industriali sul mercato dell’animazione*”, 31 dicembre 2016 in <https://www.badtaste.it/2016/12/31/pixar-10-anni-con-disney/213177/>
- Redazione Coming Soon, “*Con Star Wars Gli Ultimi Jedi a quota 1 miliardo, la Disney si è ripagata la LucasFilm?*”, 29 dicembre 2017 in <https://www.comingsoon.it/cinema/news/con-star-wars-gli-ultimi-jedi-a-quota-1-miliardo-la-disney-si-e-ripagata-la/n74106/>